



DOTTORATO DI RICERCA IN

DIRITTO E IMPRESA

XXVIII CICLO

Coordinatore Chiar.mo Prof. Giuseppe Melis

## **IL “NUOVO” RUOLO DELL’ASSEMBLEA NELLE SOCIETÀ QUOTATE**

DOTTORANDA

Dott.ssa

**Roberta Mangione**

TUTOR

Chiar.mo Prof.

**Gian Domenico Mosco**

## INDICE

Introduzione .....	3
--------------------	---

### Capitolo I

#### **Linee generali dell'evoluzione del ruolo degli azionisti dal capitalismo manageriale alla crisi finanziaria del XXI secolo**

1. Il coinvolgimento attivo degli azionisti nella <i>governance</i> delle società quotate: un obiettivo comune ai legislatori contemporanei..	8
2. Le origini del problema.....	19
2.1. Dal “capitalismo tradizionale” al “capitalismo manageriale”.....	19
2.1.1. Il paradigma degli <i>agency cost</i> nella grande impresa ..	30
2.2. Il nuovo paradigma del capitalismo degli investitori istituzionali. L' <i>agency capitalism</i> e le ragioni dello scarso attivismo degli investitori istituzionali .....	37
2.3. Segue. L'attivismo degli <i>hedge fund</i> : un segnale in controtendenza.....	46
3. <i>Shareholder empowerment</i> : un dibattito internazionale ancora in corso.....	51

### Capitolo II

#### **Gli azionisti nei sistemi capitalistici insider e outsider**

1. Il ruolo dell'assemblea nelle società per azioni quotate dell'Europa continentale .....	55
2. Il ruolo dell'assemblea nelle <i>public company</i> americane e inglesi: diverse “regole di gioco” per uno stesso modello d'impresa a proprietà diffusa .....	65

### Capitolo III

#### **L'evoluzione del ruolo degli azionisti nelle s.p.a. italiane**

1. L'assemblea nel codice di commercio del 1882: il concetto di democrazia azionaria .....	80
2. Il processo di ridimensionamento del ruolo dell'assemblea ....	84
2.1. Il codice civile del 1942: i confini incerti nel riparto di competenze in materia di gestione tra l'assemblea e l'organo amministrativo. I dubbi interpretativi in relazione all'art. 2364, comma 1, n. 4, c.c. ....	84
2.2. La legge n. 216/1974. Il riconoscimento dell'azionista investitore .....	88
2.3. Il d.lgs. n. 58/1998: la riforma delle società per azioni quotate.....	93
2.4. La riforma del diritto societario del 2003.....	99
2.4.1. Le ragioni della riforma: il recupero di efficienza nella gestione .....	99
2.4.2. I margini di intervento dell'assemblea nella gestione sociale .....	106

2.4.2.1. Le competenze legali espresse, l'autorizzazione <i>ex lege</i> e il problema delle competenze "implicite" .....	106
2.4.2.2. Autorizzazione statutaria <i>ex art.</i> 2364, comma 1, n. 5, c.c. e raccomandazioni non vincolanti dell'assemblea agli amministratori.....	111
3. La legge sulla tutela del risparmio del 2005 .....	118
4. La rivitalizzazione del ruolo dell'assemblea: un'inversione di tendenza del legislatore europeo e nazionale. Il recepimento in Italia della direttiva 36/2007/CE.....	125
5. Ulteriori interventi finalizzati a rivalutare il ruolo dell'assemblea.....	137

## **Capitolo IV**

### **Un'assemblea "moderna" per le società quotate: la sfida del web 2.0 e dei social network**

1. La rivoluzione dei <i>social media</i> : alcuni cenni sulle potenzialità degli strumenti offerti dalle nuove tecnologie .....	143
2. L'utilizzo delle ICT nell'ambito del procedimento assembleare delle società per azioni: il quadro normativo europeo e nazionale.....	145
2.1. Voto per corrispondenza, voto elettronico e partecipazione ai lavori assembleari mediante mezzi di telecomunicazione....	151
2.1.1. Alcuni cenni sulle assemblee virtuali .....	157
2.2. La funzione della collegialità e le nuove tecnologie .....	159
2.3. I <i>social network</i> e lo <i>shareholder activism</i> .....	163

## **Capitolo V**

### **Alcune riflessioni critiche sul ruolo dell'assemblea delle s.p.a. quotate italiane**

1. La riduzione delle competenze dell'assemblea a opera della riforma del 2003 e il potenziamento dei diritti di <i>voice</i> dei soci nelle società quotate: una contraddizione solo apparente.....	167
1.1. La riforma del 2003: un chiarimento positivo sul riparto delle competenze tra soci e amministratori non il riconoscimento normativo dell' "inutilità" dell'organo assembleare.....	167
1.2. Il nuovo ruolo dell'assemblea nelle s.p.a. quotate in chiave di monitoraggio sulla gestione e intervento in caso di allarme .....	175
1.2.1. Alcuni dati empirici sulle assemblee delle società per azioni quotate italiane .....	179

<b>Bibliografia.....</b>	<b>i</b>
--------------------------	----------

## **Introduzione**

Il dibattito sul ruolo dell'assemblea nelle società quotate continua a essere vivo e attuale soprattutto per ciò che riguarda la reale ed effettiva funzione degli azionisti all'interno delle dinamiche endosocietarie. Ne rendono testimonianza, anche a livello normativo, l'evoluzione della disciplina delle società per azioni nelle diverse esperienze giuridiche e le iniziative proposte negli ultimi anni a livello internazionale volte a fornire ai regolatori un quadro di riferimento in materia di governo societario <sup>(1)</sup>.

Negli ordinamenti giuridici dei paesi a economia avanzata, la constatazione del progressivo ridimensionamento del ruolo dell'assemblea nelle società per azioni a vantaggio dell'organo amministrativo non segna più la fine del dibattito. Certamente, l'assetto della ripartizione di poteri tra soci e amministratori è profondamente mutato nel tempo passando da un modello contraddistinto da un'attribuzione piena del potere gestorio in capo ai soci e dal riconoscimento degli amministratori come semplici mandatarî dell'assemblea degli azionisti a un modello, diametralmente opposto, dove l'organo amministrativo è deputato alla gestione dell'impresa mentre ai soci sono attribuite specifiche prerogative definite per legge.

Il progressivo ridimensionamento del ruolo dell'assemblea nelle società azionarie è per molti versi legato allo sviluppo della grande impresa e alla frammentazione del capitale sociale tra una moltitudine di soci-investitori che, detenendo solo un esiguo numero di partecipazioni azionarie, non sono interessati alle vicende sociali ma solo a ottenere una remunerazione dal capitale investito.

---

(<sup>1</sup>) Cfr. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, September 2015, reperibile nel sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

Nella grande impresa azionaria caratterizzata da una separazione – più o meno accentuata – tra *ownership and control* il principale problema risiede nella difficoltà per i piccoli soci risparmiatori di monitorare l'operato dei *manager* professionisti che gestiscono i loro investimenti. A ben vedere, infatti, il naturale disinteresse della massa degli azionisti investitori titolari del rischio d'impresa favorisce il dominio da parte dei soggetti che sono investiti del potere di gestione sui quali, però, non grava il rischio imprenditoriale (nelle società con assetti proprietari diffusi) o del socio di controllo (nelle società con assetti proprietari concentrati) che molto spesso decide le sorti della società pur detenendo una quota minoritaria. Tale deroga al principio di correlazione tra rischio e potere, posto a presidio di un' oculata gestione dell'impresa, fa emergere una forte esigenza di tutela dei piccoli azionisti contro gli abusi dei *manager* o del socio di controllo.

Nell'ordinamento italiano, l'abbandono del principio di sovranità assembleare si è avuto con il passaggio al codice civile del '42 che ha limitato il potere di intervento dell'assemblea in materia gestoria ai casi espressamente previsti dalla legge e agli «oggetti riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo o sottoposti al suo esame dagli amministratori» (art. 2364, n. 4 c.c.). Il codice civile del '42, però, pur segnando il definitivo abbandono dell'idea di “sovranità assembleare”, lasciava un più o meno ampio margine di intervento dei soci nelle vicende gestorie.

È con la riforma del diritto societario del 2003 che il legislatore sancisce un definitivo allottamento dei soci dalla gestione dell'impresa attraverso l'attribuzione in via esclusiva del potere di gestione in capo agli amministratori (art. 2380-*bis* c.c.) e la possibilità per lo statuto di prevedere solo un intervento “autorizzativo” degli azionisti per il compimento di atti degli amministratori, dei quali questi restano responsabili (art. 2364, n. 5, c.c.).

La scelta del legislatore del 2003 di puntare sull'*exit* (si pensi, ad esempio, all'ampliamento delle ipotesi di recesso e alla modifica della relativa disciplina) riducendo la *voice* dei soci, giustificata da ragioni di efficienza e rapidità delle decisioni, asseconda una tendenza generalizzata a considerare gli azionisti come meri investitori disinteressati alle vicende sociali e prende atto della conformazione tipica del capitalismo italiano tradizionalmente caratterizzato dalla presenza di un socio di controllo nelle società aperte e da una ristretta compagine azionaria e una tendenziale coincidenza tra soci e amministratori nelle società chiuse <sup>(2)</sup>.

Nondimeno, la disciplina codicistica dell'assemblea delle società per azioni è stata nel corso degli anni più volte integrata da molteplici disposizioni relative alle società aperte che, ispirate all'esigenza di tutelare gli investitori, hanno introdotto strumenti di eterotutela della massa dei piccoli azionisti "incompetenti" e "disinteressati", fornito mezzi di autotutela dei soci di minoranza e, infine, incoraggiato l'attivismo degli azionisti. Si pensi alla riforma introdotta con il d.lgs. n. 58/1998 (Testo Unico della finanza), alla legge sulla tutela del risparmio del 2005 nonché al d.lgs. n. 27/2010 che ha recepito in Italia la direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti.

La scelta del legislatore di rafforzare la tutela del risparmio e di agevolare la partecipazione degli azionisti alla vita delle società a capitale diffuso – che, a prima vista, pare in controtendenza con la filosofia sottesa alla disciplina civilistica – è certamente legata all'emersione della figura degli investitori professionali, ossia di soggetti dotati di competenze tecniche in materia di investimenti e in grado di svolgere un ruolo attivo nelle società attraverso l'esercizio dei diritti sociali. A riguardo, è stato osservato che la presenza di tali

---

<sup>(2)</sup> Cfr. S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea nella corporate governance delle società per azioni*, Padova, 2012, pp. XIII ss.

soggetti nella compagine societaria «ha reso in astratto meno velleitaria l'idea di un maggior ricorso all'esercizio dei diritti partecipativi» <sup>(3)</sup>.

In base all'attuale quadro normativo, gli azionisti delle società quotate, a differenza di quelli delle società chiuse, possono contare non solo su numerosi diritti procedurali di *voice* volti a facilitarne la partecipazione al processo decisionale e a rafforzare la trasparenza dell'informazione societaria (si pensi alle disposizioni introdotte a seguito del recepimento della direttiva 2007/36/CE), ma anche su un pacchetto di competenze sostanziali di non scarsa rilevanza che consente loro di incidere sugli assetti di governo societario e di “giudicare” pubblicamente l'operato degli amministratori (tra i principali, il potere di nominare amministratori e sindaci di minoranza, le competenze autorizzative in materia di misure difensive in caso di OPA, quelle volte a consentire le partecipazioni reciproche in misura superiore al 2% ovvero quelle concernenti l'eventuale *white wash* nel caso di operazioni con parti correlate di “maggiore rilevanza”).

Il potenziamento dei diritti di *voice*, soprattutto procedurali, ha giocato un ruolo fondamentale nelle stagioni assembleari degli ultimi anni dove si è registrato un significativo incremento della partecipazione alle assemblee da parte degli azionisti, in particolare degli investitori istituzionali stranieri.

Dalla ricostruzione delle principali tappe dell'evoluzione normativa del rapporto soci-amministratori all'interno del nostro ordinamento emerge, dunque, un'apparente contraddizione tra gli interventi normativi sulle società a capitale diffuso, per lo più finalizzati a incrementare i diritti degli azionisti, e la riforma del diritto societario

---

<sup>(3)</sup> Cfr. A. TUCCI-R. LENER, *Società per azioni: l'assemblea*, Torino 2012, p. 5.

del 2003 che, al contrario, ha comportato un depotenziamento del ruolo dell'assemblea (di tutte le s.p.a.) relativamente all'esercizio del potere gestorio.

Non è possibile, quindi, considerare esaustiva l'asserzione della perdita di ruolo dell'assemblea, pur incontestabile, ma occorre, soprattutto con riguardo alle società quotate, chiarire funzioni e poteri degli azionisti, indagare ragioni e contenuti delle scelte del legislatore comunitario e nazionale, analizzare le tendenze presenti a livello mondiale, verificare i contenuti attuali della partecipazione dei soci alle decisioni assembleari.

Inoltre, si vuole proporre una riflessione critica sull'utilizzo delle tecnologie informatiche nel procedimento assembleare delle società per azioni quotate, interrogandosi sulla capacità di questi strumenti di rivitalizzare il ruolo dell'assemblea e rendere la partecipazione dei soci più efficiente ed effettiva.



## Capitolo I

### **Linee generali dell'evoluzione del ruolo degli azionisti dal capitalismo manageriale alla crisi finanziaria del XXI secolo**

SOMMARIO: 1. Il coinvolgimento attivo degli azionisti nella *governance* delle società quotate: un obiettivo comune ai legislatori contemporanei. 2. Le origini del problema. 2.1. Dal “capitalismo tradizionale” al “capitalismo manageriale”. 2.1.1. Il paradigma degli *agency costs* nella grande impresa. 2.2. Il nuovo paradigma del capitalismo degli investitori istituzionali. L'*agency capitalism* e le ragioni dello scarso attivismo degli investitori istituzionali. 2.3. Segue. L'attivismo degli *hedge funds*: un segnale in controtendenza. 3. *Shareholder empowerment*: un dibattito internazionale ancora in corso.

#### **1. Il coinvolgimento attivo degli azionisti nella *governance* delle società quotate: un obiettivo comune ai legislatori contemporanei**

L'assemblea delle società per azioni quotate è stata oggetto negli ultimi anni – soprattutto a seguito degli scandali finanziari che hanno travolto i mercati globali a partire dal 2007 – di importanti interventi normativi volti a potenziare i diritti di *voice* dei soci al fine di ridurre la cosiddetta *apatia razionale* (*infra* § 2.1.1.).

A livello europeo è stata emanata la “Direttiva azionisti” (Direttiva 2007/36/CE, meglio nota come *Shareholders' Rights – DSHR*) recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27, modificato in seguito dal d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91) che, con l'intento di creare un *level playing field* tra gli Stati membri, si è posta l'obiettivo di «rafforzare i diritti degli azionisti delle società quotate» <sup>(4)</sup> <sup>(5)</sup> e di affrontare i «problemi relativi all'esercizio transfrontaliero

---

<sup>(4)</sup> Direttiva 2007/36/CE del Parlamento e del Consiglio dell'11 luglio 2007 relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (*DSHR*), considerando n. 1.

<sup>(5)</sup> È bene sin da subito chiarire che i principali destinatari degli interventi normativi comunitari in materia sono le minoranze qualificate e organizzate piuttosto che i

del diritto di voto» <sup>(6)</sup>). In particolare, il legislatore comunitario ha introdotto una serie di strumenti di *voice* di natura procedurale allo scopo di: potenziare il diritto degli azionisti di partecipare alle assemblee mediante mezzi elettronici garantendo l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto <sup>(7)</sup>; agevolare e incoraggiare un controllo effettivo da parte dei soci cercando soprattutto di eliminare gli ostacoli alla partecipazione attiva alle assemblee <sup>(8)</sup>; proteggere gli investitori e garantire agli stessi un agevole ed effettivo esercizio dei diritti di voto <sup>(9)</sup>; garantire a tutti i soci – a prescindere dal luogo in cui risiedono – la possibilità di esercitare il diritto di voto in maniera informata attraverso la tempestiva diffusione delle informazioni che, a tal fine, devono essere agevolmente accessibili anche mediante gli strumenti offerti dalle moderne tecnologie <sup>(10)</sup>; facilitare l'intervento e l'esercizio del diritto di voto attraverso mezzi elettronici ammettendo solo quelle restrizioni necessarie a verificare l'identità dell'azionista e a garantire la sicurezza delle comunicazioni <sup>(11)</sup>; liberalizzare

---

singoli azionisti non esperti e disorganizzati (così, N. ABRIANI-D.U. SANTOSUOSSO, *La direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, in *RDS*, 2007, pp. 140 ss.; M. CIAN, *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali*, in *BBTC*, 2014, I, pp. 420 ss.; P. MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, p. 243 ss.). A tal proposito, N. CIOCCA, *L'ambito di applicazione della disciplina*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, p. 5, osserva che “l'inclusione di diritti degli azionisti a legittimazione individuale (v. art. 6 e 9 sui diritti di integrare l'ordine del giorno e di porre domande) e la previsione di norme che ricadono anche a vantaggio del singolo titolare di un esiguo numero di azioni (ad esempio, il voto per corrispondenza o in forma elettronica) non possono essere esaltate come indice della volontà del legislatore comunitario di sollecitare e rafforzare l'attivismo del singolo socio, a prescindere dall'entità del suo investimento”.

<sup>(6)</sup> *DSHR*, considerando n. 1.

<sup>(7)</sup> *Id.*, considerando n. 2.

<sup>(8)</sup> *Id.*, considerando n. 3.

<sup>(9)</sup> *Id.*, considerando n. 4.

<sup>(10)</sup> *Id.*, considerando n. 6.

<sup>(11)</sup> *Id.*, considerando n. 9.

l'esercizio del voto per delega prevedendo, in ogni caso, le opportune cautele contro eventuali abusi <sup>(12)</sup>.

In realtà, la *DSHR* rappresenta una tappa intermedia di un percorso già avviato da anni dal legislatore europeo. Sono noti, infatti, il cosiddetto *Rapporto Winter*, del 4 novembre 2002, elaborato dall'*High level group of company law experts on a modern regulatory framework* con il quale già si segnalava l'importanza dell'esercizio transfrontaliero del diritto di voto e la necessità di rendere facilmente accessibile l'informazione societaria (anche attraverso l'utilizzo delle moderne tecnologie) e la Comunicazione al Consiglio e al Parlamento del 21 maggio 2003 (*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*) con la quale veniva espressa l'esigenza di rafforzare i diritti degli azionisti e di agevolarne l'esercizio <sup>(13)</sup>. Nella citata Comunicazione del 2003 è stato, peraltro, sottolineato come efficaci meccanismi di tutela degli azionisti e dei loro diritti siano necessari al fine di diffondere un elevato grado di fiducia tra gli investitori rispetto alla stabilità delle relazioni commerciali che si instaurano sul mercato di capitali in modo da ridurre i costi della raccolta di capitali per le imprese agevolandone lo sviluppo e la crescita <sup>(14)</sup>.

A livello comunitario il dibattito sul ruolo degli azionisti nelle società quotate non si è arrestato a seguito dell'emanazione della suddetta direttiva. L'esigenza di contrastare l'assenteismo attraverso l'adozione

---

<sup>(12)</sup> Id., considerando n. 10.

<sup>(13)</sup> Cfr. S. ALVARO-B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni giuridici CONSOB, aprile 2013.

<sup>(14)</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione al Consiglio e al Parlamento del 21 maggio 2003, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, COM (2003) 284, pp. 8 ss. Nella stessa direzione sembra andare anche la *DSHR* che, nel terzo considerando, segnala che l'effettivo esercizio dei diritti di voto da parte dei soci è essenziale in quanto si riflette nel «prezzo corrisposto per l'acquisto delle azioni».

di misure atte a garantire un'agevole – e potenzialmente efficace – partecipazione degli azionisti al governo degli emittenti quotati (cosiddetto *shareholder engagement*) è stata espressa dalla Commissione europea nei due libri verdi del 2010 e del 2011 relativi rispettivamente al governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione <sup>(15)</sup> e al quadro dell'Unione europea in materia di governo societario <sup>(16)</sup> e, successivamente, nel Piano d'azione del 12 dicembre 2012 con il quale la Commissione, nell'illustrare le iniziative finalizzate alla modernizzazione del diritto societario europeo, ha indicato tra le «principali linee di intervento» il coinvolgimento degli azionisti nel governo societario degli emittenti quotati <sup>(17)</sup>. La Commissione ha espressamente affermato che «un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei fondamentali del modello di governo societario delle società quotate, basato tra l'altro su controllo ed equilibri tra i vari organi e le varie parti interessate» <sup>(18)</sup> e che «gli azionisti hanno un ruolo fondamentale da svolgere nella promozione di una migliore *governance* delle società. Assumendo tale ruolo essi agiscono sia nel loro interesse che in quello della società» <sup>(19)</sup>. La Commissione europea, dunque, è ferma nel ritenere che il coinvolgimento degli azionisti nelle scelte di *governance* sia utile al fine di instaurare un proficuo dialogo con la società relativamente alla strategia, alla performance, al problema dei rischi aziendali, alla struttura del capitale e alla *corporate governance*.

---

<sup>(15)</sup> EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper on corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, June 2, 2010, COM (2010), 284, par. 3.5. e 5.5.

<sup>(16)</sup> EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper on the EU corporate governance framework*, April 5, 2011, COM (2011), 164, par. 2.

<sup>(17)</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore degli azionisti più impegnati e società sostenibili*, 12 dicembre 2012, COM (2012), 740.

<sup>(18)</sup> Id., p. 9.

<sup>(19)</sup> Id., p. 3.

Secondo la Commissione, tale coinvolgimento va oltre il semplice esercizio del diritto di voto durante l'assemblea; lo *shareholder engagement*, infatti, deve essere finalizzato ad assicurare un orientamento a lungo termine delle scelte gestorie degli amministratori e ciò a vantaggio della stessa società, degli azionisti e, più in generale, del mercato finanziario <sup>(20)</sup>. Il legislatore europeo, dunque, non si limita a sottolineare l'importanza di un intervento attivo dei soci nelle dinamiche societarie ma determina le modalità con cui tale intervento deve realizzarsi, ossia in funzione di un orizzonte temporale di lungo periodo (*infra*, cap. II, § 1).

Coerentemente con quanto preannunciato nel Piano d'azione del dicembre 2012, la recente proposta di modifica della *DSHR* del 9 aprile 2014 contiene alcune regole volte a rafforzare la trasparenza dell'informazione societaria e delle politiche di voto adottate dagli investitori istituzionali e dei gestori attivi, a garantire un effettivo coinvolgimento dei soci in decisioni particolarmente rilevanti come le operazioni con parti correlate e le politiche di remunerazione dei *managers*, a regolamentare l'attività dei *proxy advisor* che assumono un ruolo sempre più influente nell'esercizio dei diritti di voto dei soci e a favorire l'esercizio dei diritti da parte degli azionisti <sup>(21)</sup>.

Anche l'evoluzione dello scenario internazionale (al di fuori dei confini europei) testimonia l'attualità del dibattito sul ruolo dell'assemblea nelle dinamiche di governo societario.

---

<sup>(20)</sup> Tali considerazioni sono espresse nel documento "*Action Plan on company law and corporate governance: Frequently asked questions*" reperibile nel sito [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-12-972\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-972_en.htm?locale=en).

<sup>(21)</sup> Proposta di *Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario*, 9 aprile 2014, COM (2014), 213. Per una valutazione sulle recenti iniziative dell'Unione cfr. F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Riv. Orizzonti del diritto commerciale*, 2015, reperibile nel sito [http://rivistaodc.eu/media/45478/denozza\\_-\\_quale\\_quadro\\_per\\_lo\\_sviluppo\\_della\\_corporate\\_governance.pdf](http://rivistaodc.eu/media/45478/denozza_-_quale_quadro_per_lo_sviluppo_della_corporate_governance.pdf).

In questo contesto è emblematica l'esperienza dell'ordinamento statunitense dove, nonostante il ruolo degli azionisti nella vita societaria sia da sempre stato considerato marginale al punto da connotare una sorta di sostanziale autoreferenzialità dei *manager*, negli ultimi anni si è registrata una tendenza del legislatore ad aumentare la *voice* degli azionisti al fine di migliorare l'efficienza del governo societario.

Già all'inizio degli anni 2000 il legislatore federale <sup>(22)</sup>, in risposta alla grave crisi finanziaria e agli scandali societari che hanno coinvolto una serie di grandi società quotate (tra cui *Enron*, *Worldcom*, *Tyco International*) ha emanato il "*Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*" (meglio noto come *Sarbanes-Oxley Act* o SOX). Con questa riforma sono state introdotte, tra le altre, specifiche misure in materia di *corporate governance* finalizzate, da un lato, alla tutela degli azionisti di minoranza e, dall'altro lato, alla responsabilizzazione dei *manager*. Si pensi, ad esempio, alle regole relative all'obbligo per il *chief executive officer* o per il *chief financial officer* di certificazione dei bilanci della società, all'imposizione di un *audit committee* composto interamente da amministratori indipendenti, alle regole volte a rafforzare la trasparenza dell'informazione societaria, alla creazione della *Public*

---

<sup>(22)</sup> Sebbene negli ultimi anni si sia registrato un sempre maggiore intervento normativo a livello federale, il nucleo principale della regolamentazione societaria proviene dalla legislazione statale. Come afferma la giurisprudenza della *US Supreme Court* (Cfr. *Burks v. Lasker*, 441 U.S. 471, 478 (1979)) «*corporations are creatures of state law*». Non si può trascurare, però, che lo "sconfinamento" del legislatore federale nel campo del diritto societario – probabilmente necessario per garantire una risposta immediata a situazioni di crisi – incide in maniera negativa sulla relazione concorrenziale che si instaura tra gli stati federali che tendono a migliorare il proprio quadro normativo cercando di renderlo compatibile con le esigenze delle imprese che a loro volta, scelgono liberamente di sottoporsi all'una o l'altra legislazione statale. A tal proposito è stato osservato che (Cfr. *New State Ice Co. v. Liebmann*, 285 U.S. 262,311 (1932) (Brandies, J., dissenting)) «*It is one of the happy incidents of the federal system that a single courageous State may, if its citizens choose, serve as a laboratory; and try novel social and economic experiments without risk to the rest of country*».

*Company Accounting Oversight Board* il cui compito è quello di «oversee the audits of public companies in order to protect the interests of investors and further the public interest in the preparation of informative, accurate and independent audit reports» <sup>(23)</sup>, e all'inasprimento delle sanzioni civili e penali in caso di violazione delle disposizioni di carattere fiscale e finanziario <sup>(24)</sup>.

Più di recente, nel luglio del 2010, la gravissima crisi finanziaria – esplosa con il fallimento del colosso americano *Lehman-Brothers* – ha indotto il legislatore federale a emanare, dapprima, alcuni interventi normativi di natura emergenziale <sup>(25)</sup> contenuti nel *Emergency Economic Stabilization Act* del 2008 e *American Recovery and Reinvestment Act* del 2009 e, successivamente, un'ampia riforma della disciplina dei mercati finanziari denominata *Dodd-Frank Wall Street*

---

<sup>(23)</sup> Cfr. <http://pcaobus.org/Pages/default.aspx>.

<sup>(24)</sup> Cfr. S.M. BAINBRIDGE, *The complete guide to Sarbanes-Oxley: Understanding how Sarbanes-Oxley affects your business*, Avon (MA), 2007.

<sup>(25)</sup> Sulla natura emergenziale del SOX e del Dodd-Frank Act Cfr. R. ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 2004, reperibile nel sito, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=596101](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=596101); L. E. RIBSTEIN, *Bubble Laws*, 40 *Hou. L. Rev.*, 2003, pp. 85 ss; S.M. BAINBRIDGE, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 2010, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1673575](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1673575); secondo il quale la regolamentazione finanziaria, anche definita “bubble laws”, spesso segue lo schema “boom-bust-regulate”. Di norma, durante il periodo che precede lo scoppio di una bolla finanziaria le lobbies degli azionisti e, più in generale dei consumatori, “incantate” dalla continua crescita – anche se solo apparente – del valore dei loro investimenti, non esercitano alcuna pressione sul legislatore. Inoltre, nell'euforia provocata dalla crescita della bolla finanziaria, si registra una tendenza dei regolatori e dei cosiddetti *private gatekeeper* ad “abbassare la guardia” e questo agevola la creazione di un ambiente favorevole all'innescio di operazioni di natura fraudolenta e speculazioni finanziarie azzardate e troppo rischiose. Con l'inevitabile scoppio della bolla finanziaria, gli investitori che subiscono ingenti perdite esercitano una forte pressione populista per ottenere “nuove regole”. Il legislatore, che deve contenere gli effetti di una crisi finanziaria aggravata dal malcontento dell'opinione pubblica, ha tempi di reazione brevissimi che lo portano spesso ad adottare misure che tendono a soddisfare le richieste avanzate dalle lobbies piuttosto che rappresentare la soluzione migliore per l'intero ambiente economico.

*Reform and Consumer Protection Act* (meglio nota come *Dodd-Frank Act*).

Il complesso e articolato quadro normativo disegnato dal legislatore statunitense nel tentativo di dare un'adeguata risposta alla crisi finanziaria comprende anche specifiche disposizioni (cosiddette *shareholder-oriented*) in materia di *corporate governance* ed *executive compensation* volte dare maggior rilevanza al coinvolgimento diretto degli azionisti nel governo dell'impresa al fine di prevenire l'adozione da parte del *management* di politiche eccessivamente speculative (potenzialmente dannose per la società soprattutto in un orizzonte temporale di lungo periodo) e di incoraggiare un più costante monitoraggio sull'attività gestoria <sup>(26)</sup>. A tal proposito, è stato affermato che «*among the central causes of the financial and economic crisis (...) has been a widespread failure of corporate governance*» e che «*a key contributing factor (...) was the lack of accountability of boards to their ultimate owners, the shareholders*» <sup>(27)</sup>.

Tra le novità introdotte dal *Dodd-Frank Act* sono da annoverare la regola del “*say on pay*” che prevede un voto consultivo e periodico degli azionisti sulla remunerazione (e sui *golden parachute*) degli *executive director*; l'obbligo di costituire un comitato remunerazione composto esclusivamente da amministratori indipendenti; maggiori obblighi di *disclosure* volti a render nota al mercato la relazione esistente tra i compensi degli amministratori e la *performance* aziendale e la scelta della società di investire lo stesso soggetto della carica di presidente del *board* e di amministratore delegato; la regola del “*compensation clawbacks*” che prevede un obbligo di restituzione

---

<sup>(26)</sup> Cfr. C.M. BRUNER, *Corporate Governance Reform in a Time of Crisis*, 2010, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1617890](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1617890)## .

<sup>(27)</sup> Cfr. MR. SCHUMER, *Shareholder Bill of Rights act 2009*, S. 1074, 111th Cong., sec. 2.



in capo agli *executive director* di una parte dei compensi ricevuti nel caso in cui la società sia costretta a rivedere il proprio rendiconto finanziario per ragioni legate a una cattiva condotta amministrativa e, infine, la regola del *proxy access*, che forse rappresenta la novità di maggior rilievo in quanto è volta a rendere effettivo uno dei più importanti diritti di *voice* degli azionisti: l'elezione degli amministratori.

Non c'è dubbio che un ruolo fondamentale negli ultimi anni sia stato svolto anche dall'autoregolamentazione che ha dato un importante contributo al processo di rivalutazione delle forme di *engagement* degli azionisti nella *governance* delle società.

Com'è noto, da tempo hanno acquisito un ruolo sempre più importante i codici di comportamento degli investitori istituzionali (cosiddetti *stewardship code*) e i codici di *governance* adottati su base volontaria.

Lo *UK Stewardship Code*, emanato dal *Financial Reporting Council* (FRC) <sup>(28)</sup> nel 2010 e modificato nel 2012 – che si applica agli investitori istituzionali, ossia agli *asset owners* e agli *asset managers* che possiedono partecipazioni nelle emittenti quotate nel Regno Unito, nonché ai *services provider* (come i *proxy advisor*) – ha lo scopo di migliorare «*the quality of engagement between asset managers and companies to help improve long-term risk-adjusted returns to shareholders*» <sup>(29)</sup>.

Il suddetto Codice attribuisce agli investitori istituzionali non solo il compito di monitorare l'attività gestoria svolta dai *manager* ma anche quello di instaurare un dialogo proficuo con gli amministratori sui

---

<sup>(28)</sup> L'FCR è l'autorità indipendente del Regno Unito cui è affidato il compito di promuovere elevati standard di *corporate governance* e la trasparenza delle società quotate.

<sup>(29)</sup> UK FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, September 2012, reperibile nel sito [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk).

temi legati alla strategia e ai risultati dell'attività d'impresa, alle politiche di gestione del rischi e a quelle di *corporate governance* nonché su tutte le materie oggetto di voto in assemblea <sup>(30)</sup>. È questa una prospettiva particolarmente attenta al nuovo ruolo che si vuole attribuire ai soci che non si estrinseca solo nell'assunzione di un comportamento attivo finalizzato alla verifica dell'attività svolta dagli amministratori ma va oltre e si spinge fino alla creazione e allo sviluppo di dinamiche collaborative con gli amministratori, utili al fine di una *governance* più efficiente.

Questa concezione del ruolo degli investitori istituzionali, in realtà, era già presente nello *UK Corporate Governance Code* <sup>(31)</sup> (ossia il codice di condotta delle società quotate inglesi, redatto dall'FRC) – da ultimo rivisto nel settembre 2014 – che include una sezione (Sez. E) espressamente dedicata alla relazione tra il consiglio di amministrazione e gli azionisti nella quale si afferma che «*There should be a dialogue with shareholders based on the mutual understanding of objectives. The board as a whole has responsibility for ensuring that a satisfactory dialogue with shareholders takes place*» <sup>(32)</sup>.

Anche la *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA – l'associazione europea del risparmio gestito) ha pubblicato nel 2011 l'*EFAMA Code for External Governance* con lo

---

<sup>(30)</sup> Id.: «*For investors, stewardship is more than just voting. Activities may include monitoring and engaging with companies on matters such as strategy, performance, risk, capital structure, and corporate governance, including culture and remuneration. Engagement is purposeful dialogue with companies on these matters as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings*».

<sup>(31)</sup> È importante notare che lo *UK Stewardship Code* si pone in rapporto di complementarità rispetto allo *UK Corporate Governance Code* ed entrambi si applicano in base alla regola del “*comply or explain*”. Il primo definisce i principi di “*stewardship*” degli investitori istituzionali e il secondo identifica i principi alla base del buon funzionamento dell'organo amministrativo.

<sup>(32)</sup> UK FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, September 2014, reperibile nel sito [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk)

scopo di fornire una serie di *best practices* per migliorare l'interazione e le dinamiche collaborative tra gli investitori istituzionali e le emittenti quotate in cui essi investono favorendo così uno stretto legame tra governo societario e scelte di investimento <sup>(33)</sup>.

Anche Assogestioni (l'associazione italiana del risparmio gestito), allineandosi ai principi contenuti nell'*EFAMA Code for External Governance*, ha adottato nell'ottobre del 2013 i *Principi italiani di Stewardship* rivolti alle società che prestano i servizi di gestione collettiva del risparmio o di gestione di portafogli <sup>(34)</sup>.

Si segnala, inoltre, il *Codice di autodisciplina delle società quotate italiane* (cosiddetto codice Preda) <sup>(35)</sup> che dedica un intero articolo (art. 9) al rapporto tra consiglio di amministrazione e azionisti. In particolare, il Codice prevede che il consiglio di amministrazione debba promuovere le iniziative volte a incentivare la partecipazione degli azionisti alle assemblee, agevolare l'esercizio dei diritti di voto e soprattutto instaurare un dialogo con gli azionisti basato sul reciproco intendimento dei ruoli.

Ma vi è di più. Com'è noto, anche l'*Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)* ha pubblicato lo scorso settembre la nuova edizione dei principi di *corporate governance* <sup>(36)</sup>. Tali principi, adottati per la prima volta nel 1999 e precedentemente modificati solo nel 2004, si rivolgono ai *policy maker* e agli operatori di mercato e sono diretti al miglioramento delle politiche sul governo

---

<sup>(33)</sup> EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION, *EFAMA Code for External Governance*, April 2011, reperibile nel sito [www.efema.org](http://www.efema.org).

<sup>(34)</sup> ASSOGESTIONI, *Principi italiani di Stewardship, ottobre 2013*, reperibile nel sito [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it).

<sup>(35)</sup> COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di autodisciplina*, luglio 2015, reperibile nel sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

<sup>(36)</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, September 2015, reperibile nel sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

societario al fine di perseguire gli obiettivi di efficienza economica, crescita sostenibile e stabilità finanziaria.

Secondo l'OECD, le buone regole di *corporate governance* dovrebbero facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti (anche attraverso la riduzione dei relativi costi) e assicurare parità di trattamento a tutti i soci, indipendentemente dal numero di azioni possedute o dal luogo di residenza di questi ultimi; garantire un coinvolgimento effettivo gli azionisti nelle politiche di remunerazione dei *manager* e nelle operazioni con parti correlate; assicurare la possibilità di partecipazione alle assemblee attraverso strumenti di *information technology*; rafforzare la trasparenza delle politiche di voto dagli investitori istituzionali e adottare presidi volti a ridurre e gestire i conflitti di interesse che possono influenzarne le scelte; e, infine, incrementare le regole la trasparenza societaria.

## **2. Le origini del problema**

### **2.1. Dal “capitalismo tradizionale” al “capitalismo manageriale”**

Per comprendere le ragioni alla base dell'evoluzione dello scenario internazionale che spinge verso una “rivitalizzazione” dell'organo assembleare delle società quotate, occorre riflettere sul fatto che il ruolo dell'assemblea e soprattutto il riparto di competenze con l'organo gestorio rappresenta una delle principali criticità dei sistemi governo societario <sup>(37)</sup>. Com'è noto, il problema del riparto delle

---

<sup>(37)</sup> Per una definizione di “governo societario”, Cfr., tra tanti, ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Bologna, 1997, p. 24, nel quale si afferma che il governo societario rappresenta «l'insieme di regole e di istituzioni volte a conciliare l'interesse alla certezza del controllo da parte dei soggetti che lo esercitano (d'ora in poi: imprenditori) e l'interesse degli investitori a una sorveglianza continua e idonea sugli imprenditori al fine di assicurare che tale controllo, ossia l'influenza dominante sulle scelte strategiche delle imprese, sia allocato ed esercitato con efficienza».

competenze tra l'assemblea e gli amministratori che racchiude in sé una serie di questioni – prima fra tutte quella relativa ai meccanismi di controllo sia interni (ossia svolti dagli organi sociali) sia esterni (ossia affidati alle autorità giudiziaria e di vigilanza) sulla correttezza dell'attività gestoria svolta dal *management* – sorge con la nascita della grande impresa che ha comportato l'affermarsi del paradigma della separazione, più o meno accentuata, tra *ownership and control* <sup>(38)</sup>. È proprio questo paradigma che ha determinato la nascita della questione relativa al governo societario delle imprese che ha per lungo tempo catalizzato l'attenzione degli studi giuridici ed economici; un'attenzione che, lungi dal potersi considerare esaurita, viene alimentata dai continui mutamenti delle dinamiche del mercato e, soprattutto, dalla presenza sullo stesso di nuovi attori.

L'evoluzione delle problematiche di governo societario e, in particolare, di quelle relative al rapporto soci-amministratori, è certamente legata allo sviluppo del capitalismo <sup>(39)</sup>.

La teoria economica classica, rappresentando l'impresa come una “*black box*”, non si occupa di analizzare le dinamiche che si sviluppano all'interno della stessa pur se funzionali alla produzione e allo scambio dei beni e servizi; «*the theory predicts how firm's production plan varies with the input and output prices, but say nothing about how this production plan comes out*» <sup>(40)</sup>.

Le imprese operano in un mercato perfetto e molto concorrenziale sul quale si forma il prezzo dei beni e hanno dimensioni ridotte. Inoltre,

---

<sup>(38)</sup> Per controllo si intende «il potere di disporre del capitale dell'impresa, dei suoi beni e delle sue relazioni (l'avviamento) (...) tale potere equivale alle “decisioni fondamentali” dell'azienda», così F. BARCA, *Imprese in cerca di padrone. Proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Bari, 1994, p. 26.

<sup>(39)</sup> Cfr., fra molti, G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2000, pp. 83 ss.

<sup>(40)</sup> Cfr. O. HART, *Corporate Governance: Some Theory and Implications*, in *Econ. J.*, 1995, Vol. 105, p. 678.

sono di tipo “padronale” <sup>(41)</sup> in quanto il proprietario del capitale in esse investito è lo stesso soggetto che prende le decisioni. A riguardo R. Marris ha autorevolmente sostenuto che «l'essenza del metodo tradizionale di organizzazione economica è l'unificazione delle funzioni di assunzione di rischio, percezione di reddito, e decisione operativa in un unico individuo. Combinando la proprietà con la direzione, la persona che si assume gran parte del rischio prende al tempo stesso le decisioni che ne determinano la misura» <sup>(42)</sup>.

L'impresa capitalistica tradizionale viene costituita e gestita con le risorse del proprietario-imprenditore (ed eventualmente con un ridotto ammontare di finanziamenti provenienti dall'esterno). L'autofinanziamento, però, non sempre risulta sufficiente a sostenere una crescita dimensionale dell'impresa e, dunque, potrebbe essere necessario raccogliere capitale di rischio all'esterno <sup>(43)</sup>. Inoltre, una maggiore complessità dell'apparato aziendale (quale naturale conseguenza di una maggiore dimensione dell'impresa) impone di delegare le funzioni manageriali centralizzate in un unico soggetto e

---

<sup>(41)</sup> Cfr. G. BOSI-S. TRENTO, *Il governo dell'impresa. Economia e diritto della corporate governance*, Bologna, 2012, pp. 31 ss., i quali, individuano tre elementi che caratterizzano il modello dell'impresa capitalistica classica, ossia (i) l'esistenza di costi di controllo minimi in ragione della coincidenza tra la figura del proprietario e quella del gestore dell'impresa; (ii) la dipendenza dell'attività d'impresa dalle abilità personali dell'imprenditore-proprietario; (iii) l'assunzione del rischio d'impresa da parte di quest'ultimo.

<sup>(42)</sup> Cfr. R. MARRIS, *La teoria economica del capitalismo manageriale (edizione italiana a cura di D.M. Nuti)*, Torino, 1972, p. 5.

<sup>(43)</sup> Come osserva R. MARRIS, Id., p. 9 ss., potrebbe non essere sufficiente il ricorso al capitale di debito per eliminare il vincolo finanziario allo sviluppo dimensionale dell'impresa. Un aumento dell'indebitamento, infatti, comporta un aumento del rischio sia per i creditori sia per il fondatore-imprenditore che vedrà ridotti i suoi profitti in vista del pagamento della quota di interessi sul capitale preso in prestito. L'a. osserva che «l'effetto dell'indebitamento (sia per il debitore sia per il creditore) è di aumentare il rischio d'insolvenza per ogni data distribuzione probabilistica degli utili». Per tale ragione, potrebbe risultare necessario il ricorso a «prestiti “non contrattuali”» ma, in questo caso, «coloro che prestano senza diritti contrattuali (...) inevitabilmente richiedono una parte di proprietà e di controllo» al fine di assicurarsi una qualche forma di tutela rispetto all'operato del proprietario-fondatore.

richiede l'intervento di figure specializzate nell'attività di gestione<sup>(44)</sup>.

Va nondimeno sottolineata l'importanza delle vicende successorie<sup>(45)</sup>. È noto, infatti, che la crescita dell'impresa capitalistica classica è strettamente correlata non solo alle risorse finanziarie del proprietario-imprenditore ma anche al talento e alle capacità imprenditoriali dello stesso. In assenza, dunque, di un soggetto (generalmente un figlio o un altro parente) dotato di adeguate abilità imprenditoriali e in grado di succedere al proprietario, questo potrebbe preferire trasformare la propria impresa in una società per azioni<sup>(46)</sup>.

Proprio in virtù dei suddetti limiti di natura organizzativa e finanziaria, il modello d'impresa delineato dalla teoria classica (peraltro basato su ipotesi non conformi alla realtà del sistema economico come l'esistenza di un mercato perfettamente concorrenziale) non è in grado di spiegare il fenomeno della "grande impresa" in forma azionaria che si è sviluppato, in modo pressoché analogo, nei paesi economicamente più avanzati – seppur con rilevanti differenze di non poco conto tra le diverse realtà economiche – a partire dal Diciannovesimo secolo.

---

<sup>(44)</sup> Cfr., tra molti, G. ZANDA, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Milano, 1974, pp. 154 ss.; R. MARRIS, op. cit., pp. 7 ss.; G. BOSI-S. TRENTO, op. cit., p. 32.; J.K. GALBRAITH, *Il nuovo stato industriale (edizione italiana a cura di P. Ciocca e G. Costa)*, Torino, 1968, p. 63, il quale afferma che «a seguito dell'ascesa della moderna società per azioni, della comparsa dell'organizzazione richiesta dalla tecnologia e dai metodi pianificati, nonché della perdita del controllo dell'impresa da parte del proprietario del capitale, l'imprenditore non esiste più come persona singola nell'impresa industriale matura».

<sup>(45)</sup> Cfr. F. BARCA, op. cit., pp. 53 ss.

<sup>(46)</sup> Cfr. R. MARRIS, op. cit., p. 13 ss., il quale individua tra le ragioni che spingono il proprietario di un'impresa capitalista tradizionale ad «aprirsi al pubblico» anche quelle di carattere psicologico (oltre che economico) come la soddisfazione, per il fondatore di «guardare lo sviluppo ulteriore della sua "creatura" per molto tempo dopo che ha cessato di dirigerla».

Lo studio della grande impresa è influenzato in maniera rilevante dalla vicenda statunitense della quale è utile discorrere per comprendere le caratteristiche del suddetto fenomeno.

Com'è noto, l'evolversi dei processi produttivi industriali e dei processi di automazione, la creazione di impianti produttivi di grandi dimensioni in grado di sfruttare le economie di scala e di diversificazione e il continuo progresso tecnologico richiedevano un notevole fabbisogno di capitale che l'imprenditore-proprietario non era in grado da solo di soddisfare. Lo stesso si trovò a dover scegliere se «proseguire l'attività in modo efficiente con il concorso di altri capitalisti-proprietari, ovvero continuare la gestione con le proprie forze in una situazione economico-finanziaria precaria» <sup>(47)</sup>.

Così, verso la fine del XIX secolo e l'inizio del XX secolo, negli Stati Uniti iniziò un processo di ristrutturazione del sistema economico-imprenditoriale denominato "*corporate reconstruction of capitalism*" <sup>(48)</sup> che vide il sorgere della *big corporation* che sarebbe in seguito divenuta l'istituzione predominante nel mercato statunitense sostituendosi alle imprese di piccole e medie dimensioni del capitalismo tradizionale (che pure sopravvissero) <sup>(49)</sup>.

In questo periodo gli Stati Uniti hanno assistito a un'ondata di fusioni senza precedenti che ha interessato soprattutto le piccole imprese dell'industria manifatturiera <sup>(50)</sup>. Inoltre, la crescita dimensionale delle

---

<sup>(47)</sup> Cfr. G. ZANDA, op. cit., p. 51.

<sup>(48)</sup> Cfr. M. SKALAR, *The Corporate Reconstruction of American Capitalism*, Cambridge, 1988.

<sup>(49)</sup> Per una ricostruzione storica del fenomeno cfr. anche H. WELLS, *Shareholder in America, 1800-2000: a Short History*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di), *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, pp. 13 ss.

<sup>(50)</sup> Per un'analisi approfondita del fenomeno meglio noto come "*great merger movement*", Cfr., tra molti, N. LAMOREAUX, *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*, New York, 1988; Cfr. anche A.D. CHANDLER, JR., *La mano visibile. La rivoluzione manageriale nell'economia americana (traduzione italiana a cura di Di F. Amatori)*, Milano, 1981, pp. 513 ss., il quale afferma che



imprese ha indotto un numero sempre maggiore di società a quotarsi sul mercato di capitali per reperire le risorse necessarie <sup>(51)</sup>. Così, l'insieme di queste vicende e l'elevato dinamismo dell'economia americana del tempo hanno condotto a un mutamento nella fisionomia delle imprese che hanno assunto i connotati della *big corporation* (o *public company*) caratterizzata da una struttura proprietaria estremamente frammentata tra tanti piccoli azionisti che delegano il potere di gestione a *manager* professionisti dipendenti dell'impresa.

Nel 1932 Berle e Means illustrarono la tesi della separazione tra proprietà e controllo dell'impresa <sup>(52)</sup> delineando, con dovizia di evidenza empirica, le caratteristiche e i problemi che derivavano da una siffatta struttura aziendale; tesi che però acquistò rilievo solo svariati anni dopo con l'avvento della cosiddetta *rivoluzione manageriale* (*infra*).

A partire dal 1910 i piccoli investitori contribuirono enormemente al finanziamento dell'industria americana con i propri risparmi facendo aumentare molto il grado di dispersione della struttura proprietaria

---

l'elevato numero di fusioni che si verificarono negli Stati Uniti rifletteva anche gli sviluppi politici e legislativi che portarono in quegli anni all'adozione dello *Sherman Antitrust Act* del 1890 con il quale veniva posto un freno alla costituzione dei cartelli tra le piccole imprese manifatturiere che, per realizzare o mantenere i vantaggi realizzati dall'integrazione orizzontale, furono indotte a fondersi.

<sup>(51)</sup> Cfr. T.R. NAVIN-M.V. SEARS, *The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902*, in *BHR*, 1955, Vol. XXIX, pp. 105 ss.

<sup>(52)</sup> Cfr. A.A. BERLE-G.C. MEANS, *The Modern Corporation and the Private Property*, New York, 1932. In realtà, le problematiche relative al fenomeno della separazione tra *ownership and control* erano già nota anche prima del contributo offerto da Berle e Means. Basti ricordare che già nel 1904 T. VEBLEN, *The Theory of Business Enterprise*, New York, 1904, p. 157, osservava che «*the management is separated from the ownership or property, more and more widely as the size of corporation finance widens*». Parlava di separazione tra proprietà e controllo già K. MARX, *Il capitale* (traduzione italiana), Roma, 1955, pp. 63, 112 ss. il quale affermava che «la produzione capitalistica stessa ha fatto sì che il lavoro di direzione, completamente distinto dalla proprietà del capitale, [andasse] per conto proprio»; A. MARSHALL, *Industria e commercio* (traduzione italiana), Torino, 1936 p. 282; J.M. KEYNES, *La fine del lasciar fare* (traduzione italiana), Torino, 1936, p. 328.

delle imprese <sup>(53)</sup> e, contemporaneamente, cominciarono ad assumere un ruolo sempre maggiore le banche di investimento che svolgevano un'attività di intermediazione occupandosi di far confluire il risparmio raccolto verso l'industria.

L'atomizzazione dell'azionariato comportò un radicale mutamento del ruolo degli azionisti che, in assenza di incentivi e adeguate capacità, non furono più in grado di esercitare un effettivo monitoraggio sull'attività svolta dai *manager*. Come osserva una parte della dottrina <sup>(54)</sup>, nello stesso periodo l'erosione della *ultra vires doctrine*, che limitava l'attività degli amministratori a quanto espressamente previsto nello statuto, e il riconoscimento dei poteri del *board of directors* come "*original and undelegated*" (non più, dunque, conferiti dall'organo assembleare) <sup>(55)</sup>, fornirono un notevole

---

<sup>(53)</sup> Cfr. G. MEANS, *The Diffusion of Stock Ownership in the United States*, in *QJE*, 1930, Vol. 44, pp. 516 ss. il quale documenta che, tra il 1900 e il 1917, le tre maggiori società americane (*American Telephone and Telegraph Co.*, *Pennsylvania Railroad* e *United States Steel Corporation*) triplicarono il numero dei loro azionisti.

<sup>(54)</sup> Cfr. L.E. MITCHELL, *Shareholder as Proxies: the Contours of Shareholder Democracy*, in *Washington and Lee Law Review*, 2006, Vol. 63, p. 1522.

<sup>(55)</sup> Cfr. *Manson v Curtis*, 119 N.E. 559, 562, N.Y. 1918, nella quale si afferma che «*In corporate bodies, the powers of the board of directors are, in a very important sense, original and undelegated. The stockholders do not confer, nor can they revoke those powers. They are derivative only in the sense of being received from the state in the act of incorporation. The directors convened as a board are the primary possessors of all the powers which the charter confers, and like private principals they may delegate to agents of their own appointment the performance of any acts which they themselves can perform. The recognition of this principle is absolutely necessary in the affairs of every corporation whose powers are vested in a board of directors. All powers directly conferred by statute, or impliedly granted, of necessity, must be exercised by the directors who are constituted by the law as the agency for the doing of corporate acts. In the management of the affairs of the corporation, they are dependent solely upon their own knowledge of its business and their own judgment as to what its interests require. While the ordinary rules of law relating to an agent are applicable in considering the acts of a board of directors in behalf of a corporation when dealing with third persons, the individual directors making up the board are not mere employees, but a part of an elected body of officers constituting the executive agents of the corporation [...]. As a general rule, the stockholders cannot act in relation to the ordinary business of the corporation, nor can they control the directors in the exercise of the judgment vested in them by virtue of their office. The relation of the directors to the stockholders is essentially that of trustee and cestui que trust. The peculiar relation that they bear to the*

contribuito al ridimensionamento del ruolo dei soci nelle *corporation*. Inoltre, anche l'introduzione del voto per delega, l'eliminazione della possibilità per gli azionisti di revocare gli amministratori anche senza giusta causa e l'adozione della regola della maggioranza in luogo di quella dell'unanimità per le decisioni riguardanti importanti cambiamenti dello statuto, contribuirono a spostare il baricentro decisionale dall'assemblea verso i *manager* che via via acquisirono sempre più potere <sup>(56)</sup>.

In estrema sintesi, i principali fattori che caratterizzarono il processo in parola furono la crescita del potere del *top-management* e il ruolo sempre più influente delle banche di investimento che, pur detenendo quote minime del capitale delle società, riuscirono a influenzare la gestione delle grandi imprese esercitando quello che fu definito “*power without responsibility*” <sup>(57)</sup>; tutto ciò a scapito dei piccoli azionisti individuali che non furono più in grado di esercitare alcun controllo sull'attività di impresa <sup>(58)</sup>.

Negli anni che seguirono alla Grande Depressione si registrò un notevole aumento degli investimenti sul mercato di capitale: il numero degli azionisti crebbe da 6.5 milioni nel 1952 a 25 milioni nel 1968

---

*corporation and the owners of its stock grows out of the inability of the corporation to act except through such managing officers and agents. The corporation is the owner of the property, but the directors in the performance of their duty possess it, and act in every way as if they owned it. Directors are the exclusive, executive representatives of the corporation and are charged with the administration of its internal affairs and the management and use of its assets».*

<sup>(56)</sup> L.E. MITCHELL, op. cit., p. 1523.

<sup>(57)</sup> A.A. BERLE, JR., *Non-Voting Stock and Bankers' Control*, in *Harv. L. Rev.*, 1926, Vol. 39, pp. 673-674.

<sup>(58)</sup> Inoltre, come osserva L.E. MITCHELL, op. cit., p. 1526 ss., anche la rapida diffusione dei gruppi piramidali dovuta all'abrogazione del divieto per una società di acquisire azioni di un'altra e la possibilità di emettere azioni prive di diritto di voto (o con diritto di voto limitato) e privilegiate sotto il profilo patrimoniale, contribuirono a rendere marginale il ruolo dei piccoli azionisti nelle vicende sociali. L'a. sostiene che «*All these legal mechanisms transformed the relationship between shareholders and their corporations. Ripley cautioned that democracy was replaced with the autocracy of investment bankers*».

(<sup>59</sup>). In questi stessi anni, l'elevato grado di dispersione della proprietà delle grandi società americane comportò un notevole incremento del potere degli amministratori esecutivi (<sup>60</sup>), ossia professionisti stipendiati che, in assenza di un effettivo controllo da parte del sia del *board of directors* sia dei soci, acquisirono una posizione di supremazia portando all'avvento del cosiddetto "*capitalismo manageriale*" (<sup>61</sup>).

Nella grande impresa, l'adozione del modello manageriale, basato sull'accentramento del potere gestorio in capo a soggetti «neutrali» e dotati di adeguate competenze specialistiche, è finalizzato a salvaguardare l'efficienza operativa della società che, diversamente, risulterebbe compromessa se le scelte gestorie fossero attribuite a un organo composto da un elevato numero di soggetti non solo privi delle competenze necessarie ma anche disinteressati alle vicende gestorie della società (<sup>62</sup>).

Dunque, i *manager* delle *big corporation*, pur non sopportando il rischio d'impresa, si occupano della conduzione degli affari correnti

---

(<sup>59</sup>) Cfr. H. WELLS, op. cit., p. 21.

(<sup>60</sup>) Cfr. G. ZANDA, op. cit., p. 287, il quale sostiene che «nella grande impresa "matura" il potere di governare l'organizzazione è nelle mani della dirigenza, la quale tende pure, come si è visto, ad auto-eleggersi e ad auto-perpetuarsi. Il gruppo direttoriale opera entro i limiti ed i vincoli imposti da vari gruppi di persone e di istituzioni (...) che formulano "attese" nei confronti dell'attività imprenditoriale».

(<sup>61</sup>) Cfr. A.D. CHANDLER, JR, op. cit., p. 54, osserva che «le imprese di questo tipo, – quelle controllate dai propri dirigenti – possono essere definite manageriali e un sistema economico in cui esse prevalgono capitalismo manageriale»; Cfr. anche R. MARRIS, op. cit., p. 3; il quale afferma che «il capitalismo "manageriale" è un nome dato al sistema economico del Nord America e dell'Europa occidentale verso la metà del ventesimo secolo, un sistema in cui la produzione è concentrata nelle mani di grandi società per azioni. In molti settori dell'attività economica l'imprenditore classico è virtualmente scomparso. La sua funzione era essenzialmente attiva e unitaria (...), l'attività di imprenditore nella moderna società per azioni è stata assunta da una direzione trascendente, le cui funzioni differiscono come tipo da quelle del tradizionale subordinato o "dirigente puro". Queste persone (...) possono esercitare un potere considerevole senza possedere azioni, partecipare ai profitti o assumere rischi».

(<sup>62</sup>) Cfr., tra tanti, G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nelle società per azioni*, op. cit., p. 86-87; cfr. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, pp. 32 ss.

della società e della definizione delle politiche e delle strategie anche di lungo periodo; insomma, ne acquisiscono il controllo <sup>(63)</sup>.

Com'è noto, però, il passaggio da un modello organizzativo di “democrazia azionaria” (*infra*, cap. III, § 1) a un modello organizzativo manageriale ha comportato l'insorgere di alcune criticità legate al disallineamento dell'interesse degli amministratori esecutivi da quello degli azionisti (cosiddetti *agency problem*, *infra* § 2.1.1.). A tal proposito, già nel 1951 veniva osservato che «*corporate management was no longer occupied exclusively with the interest of the stockholder, who often has become a kind of contingent bondholder rather than a part owner, and who rarely exert any direct influence on the affairs of the company*» <sup>(64)</sup>.

Gli amministratori della grande impresa sono interessati a soddisfare i propri bisogni di natura economica <sup>(65)</sup> e reputazionale <sup>(66)</sup> piuttosto

---

<sup>(63)</sup> F. BARCA, op. cit., pp. 26, 99, 100, a tal proposito afferma che «nel definire il controllo (...) talora possono essere soggetti delegati, dirigenti o amministratori, a effettuare le decisioni tipiche del controllo, che resta però nelle mani del proprietario (controllo passivo). Ma quando il proprietario, per assenza di informazioni, per ostacoli legati al costo o ai tempi del suo intervento – per disincentivo se i proprietari sono più di uno – non è in grado di correggere le scelte del delegato che egli non condivide, ecco che il controllo è in realtà esercitato da tale ultimo soggetto».

<sup>(64)</sup> FORTUNE magazine, 1951, *USA: the permanent revolution*.

<sup>(65)</sup> Secondo una parte della letteratura, esiste una relazione tra la remunerazione degli amministratori e la dimensione dell'impresa. Cfr., tra molti, G. BAKER-M. JENSEN-K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, 1998, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94029](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94029); M. JENSEN- K. MURPHY, *CEO incentives. It's not how much you pay, but how*, 1990, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=146148](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146148).; N. AKTAS-E.CROCI-O. OZBAS-D. PETMEZAS, *Executive Compensation and Deployment of Corporate Resources: Evidence from Working Capital*, 2015, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2671304](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2671304); G. CRYSTAL, *In Search of Excess: the Overcompensation of American executives*, New York, 1992.

<sup>(66)</sup> A tal proposito M. JENSEN, *Eclipse of public corporation*, 1989 (revised 1997), p. 10, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=146149](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149), osserva che «*Rare is the CEO who wants to be remembered as presiding over an enterprise that makes fewer products in fewer plants in fewer countries than when he or she took office—even when such a course increases productivity and adds hundreds of millions of dollars of shareholder value. The perquisites of the executive suite can be substantial, and they usually increase with company size*».

che finalizzare la propria attività alla creazione di valore per gli azionisti. Essi, infatti, non considerano il profitto aziendale come l'obiettivo ultimo della loro attività ma un mezzo per aumentare la dimensione dell'impresa sia attraverso l'autofinanziamento, in caso di mancata distribuzione degli utili, sia con la distribuzione di un livello minimo di dividendi utile a soddisfare le aspettative degli azionisti e incentivare l'acquisto delle azioni da parte dei potenziali investitori<sup>(67)</sup> <sup>(68)</sup>. Gli amministratori dunque tendono, da un lato, a espandere l'impresa e, dall'altro, a mantenere stabile il proprio ruolo all'interno della stessa. A riguardo, assume importanza il valore delle azioni della società sul mercato in quanto maggiore è lo stesso, minore è la possibilità di scalate ostili che possono minare la stessa permanenza degli amministratori esecutivi nella società<sup>(69)</sup>.

---

<sup>(67)</sup> Se la gestione dell'impresa fosse finalizzata alla creazione di valore per gli azionisti, le risorse in eccesso – ossia quelle che se reinvestite nell'impresa non sarebbero in grado di creare valore per gli azionisti – dovrebbero essere distribuite tra i soci in forma di dividendi. Gli amministratori, però, raramente scelgono di distribuire i profitti tra gli azionisti preferendo piuttosto reinvestirli nella società in modo da poterne aumentare la dimensione senza dover ricorrere al finanziamento sul mercato di capitali avendo, in tal modo, pieno controllo e ampia discrezionalità sul loro utilizzo. Così M. JENSEN, Id., pp. 8-9.

<sup>(68)</sup> Cfr. W. BAUMOL, *On the Theory of Expansion of the Firms*, in *Am. Eco. L. Rev.*, 1962, vol. 52, p. 1085, il quale afferma che «*from the point of view of a long-run growth (or sales) maximizer, profit no longer acts as a constraint. Rather, it is an instrumental variable – a means whereby management works towards its goals. Specially, profits are a means for obtaining capital needed to finance expansion plans*».

<sup>(69)</sup> A tal proposito si sottolinea, infatti, che una gestione inefficiente dell'impresa provoca una diminuzione del valore dei titoli sul mercato azionario che, a sua volta, espone la società al rischio di scalata da parte di soggetti esterni che vogliono acquisirne il controllo. L'insediamento di un nuovo gruppo di comando generalmente comporta la sostituzione del *management*. Per tale ragione, anche la sola minaccia di scalate (o *takeover*) è un deterrente che spinge il *management* a massimizzare il valore delle azioni. Il meccanismo della scalata, peraltro, tutela gli azionisti non controllanti, in quanto consente agli stessi di vendere le proprie partecipazioni a un prezzo vantaggioso nel caso in cui si verifichi un cambio del controllo societario. Va considerato, però, che l'utilizzo dello strumento del *takeover* presuppone per lo più un controllo societario diffuso; nei paesi dove la struttura proprietaria è prevalentemente concentrata sono rare le operazioni di acquisizione ostile. Così, tra molti, J. ARMOUR-B. CHEFFINS, *The Origins of the Market for Corporate Control*, 2013, p. 9, reperibile nel sito

In un siffatto scenario, gli azionisti, “disorganizzati quasi per definizione” <sup>(70)</sup> – in ragione del fatto che sono soliti diversificare il proprio portafoglio azionario al fine di ridurre il rischio di essere costretti ad accettare scelte di gestione che non condividono e non sono in grado di influenzare – preferiscono vendere le proprie partecipazioni piuttosto che sostenere gli ingenti costi per l’esercizio di azioni collettive volte a riallineare le scelte manageriali ai propri interessi <sup>(71)</sup>. In tali circostanze è inevitabile e, secondo una parte della dottrina anche auspicabile <sup>(72)</sup>, una compressione del ruolo dell’assemblea nelle grandi società per azioni e un’evoluzione del ruolo dei *manager* il cui compito è soprattutto quello di conciliare i vari interessi coinvolti nell’attività d’impresa “*in a purely neutral technocracy*” <sup>(73)</sup>.

### **2.1.1. Il paradigma degli *agency cost* nella grande impresa**

Bearle e Means, nel descrivere il processo di separazione tra *ownership and control* affermano che «*over the enterprise and over the physical property – the instruments of production – in which he has an interest, the owner has a little control. At the same time he bears no responsibility with respect to the enterprise or its physical property. It*

---

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2324427](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2324427), i quali affermano che «*Diffuse share ownership is a basic precondition for a hostile control transaction. If control is concentrated in the hands of a few individuals, then no acquisition can succeed without their consent*».

<sup>(70)</sup> Cfr. anche R. MARRIS, op. cit., pp. 23 e 24.

<sup>(71)</sup> Con una posizione estrema, P. DRUKER, *The New Society: the Anatomy of Industrial Society*, New York, 1950, sosteneva che lo stesso concetto di “azione” poteva essere abolito e con esso il diritto di voto agli azionisti lasciando ai soci solo i diritti di carattere patrimoniale e il potere di liquidare il proprio investimento.

<sup>(72)</sup> Cfr. H. WELLS, op. cit., p. 20, il quale, in un passaggio ricostruttivo del pensiero di Berle e Means, afferma che «*Berle e Means believed that lack of shareholder power was inevitable, that it was impossible for shareholders henceforward to completely participate in corporate governance*».

<sup>(73)</sup> Cfr. A.A. BERLE-G.C. MEANS, op. cit., p. 356.

*has often been said that the owner of a horse is responsible. If the horse lives he must feed it. If the horse dies he must bury it. No such responsibility attaches to a share of stock. The owner is practically powerless through his own efforts to affect the underlying property. (...) Physical property capable of being shaped by its owner could bring to him direct satisfaction apart from the income it yielded in more concrete form. It represented an extension of his own personality. With the corporate revolution this quality has been lost to the property owner much as it has been lost to the worker through the industrial revolution» (74).*

Invero, nella grande impresa, caratterizzata dalla separazione, più o meno accentuata, tra proprietà e direzione, il problema maggiore risiede nella difficoltà per i soci-finanziatori – che affidano la gestione dell’impresa ai *manager* professionisti e non partecipano alle scelte imprenditoriali – di assicurarsi che i loro investimenti siano gestiti in maniera corretta ed efficiente. Infatti, come visto, è innegabile che tra i soggetti titolari del rischio d’impresa e quelli che sono investiti del potere di amministrare la società possa sussistere una contrapposizione o anche solo una divergenza di interessi, il che comporta il sorgere dei cosiddetti *agency cost*.

Gli “*agency*” *problem* o “*principal-agent*” *problem* sorgono quando il benessere di un soggetto denominato “*principal*” dipende dai

---

(74) Cfr. A.A. BERLE-G.C. MEANS, op. cit., p. 64. In realtà già A. SMITH, *On the wealth of nations*, Glasgow, 1976 (ed. originale 1776), scriveva che «*The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company*».



comportamenti posti in essere da un altro soggetto detto “*agent*” <sup>(75)</sup>. Jensen e Mekling definiscono la relazione di *agency* come un contratto in base al quale l’*agent* si obbliga a svolgere un’attività per conto del *principal* il quale, a tal fine, gli delega una parte del proprio potere decisionale <sup>(76)</sup>.

Senonché, sussistendo un naturale disallineamento di interessi tra le parti (in quanto ognuna di esse agisce in modo razionale e con l’obiettivo di massimizzare la propria utilità) e trovandosi l’*agent* in una posizione di privilegio informativo sull’attività da svolgere, quest’ultimo è in grado di sfruttare a proprio vantaggio la debolezza contrattuale del *principal*, ponendo in essere un comportamento cosiddetto opportunistico <sup>(77)</sup>. Con il risultato ultimo che «*the value of agent’s performance to the principal will be reduced, either directly or because, to assure the quality of the agent’s performance, the principal must engage in costly monitoring of the agent*» <sup>(78)</sup>. Il *principal*, dunque, per tutelarsi dai rischi di un siffatto comportamento dell’*agent* deve porre in essere una costosa attività di monitoraggio e adottare dei meccanismi di incentivazione volti a far convergere gli interessi dell’*agent* con i propri.

---

<sup>(75)</sup> Cfr. J. ARMOUR-H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in A.A.V.V. *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 2<sup>nd</sup> ed., Oxford, 2009, p. 35.

<sup>(76)</sup> Cfr. M.C. JENSEN-W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976, p. 5, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043).

<sup>(77)</sup> Secondo O. WILLIAMSON, *Le istituzioni economiche del capitalismo. Imprese, mercati, rapporti contrattuali* (traduzione italiana di F. Angeli), 2° ed., Milano, 1987, pp. 129-130, per opportunismo si intende il perseguimento da parte di un soggetto di finalità egoistiche con astuzia; «l’opportunismo non si limita alle sue forme più appariscenti, quali mentire, rubare e imbrogliare; esso comporta più spesso forme sottili di inganno (...) si riferisce alla rivelazione incompleta o distorta di informazioni, e specialmente ai tentativi premeditati di sviare, distorcere, travisare, offuscare o confondere in altri modi». Inoltre, un comportamento opportunistico fa sorgere i problemi di *adverse selection* (nella fase pre-contrattuale) e *moral hazard* (nella fase post-contrattuale), entrambi derivanti dall’asimmetria informativa tra le parti.

<sup>(78)</sup> Così, J. ARMOUR-H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, op. cit., pp. 35-36.

La teoria dell'*agency* è stata applicata allo studio della grande impresa manageriale per comprendere i complessi rapporti che si instaurano tra i *manager (agent)* e i proprietari (*principal*) <sup>(79)</sup>. In particolare, Jensen e Meckling, prendendo spunto dalla teoria di Coase sulla natura dell'impresa <sup>(80)</sup>, definiscono la stessa come un “*nexus of contracts*”. Gli autori sostengono che «*it is important to recognize that most organizations are simply legal fictions which serves as a nexus for a set contracting relationship among individuals*» <sup>(81)</sup>. L'impresa, dunque, rappresenta un insieme di contratti posti in essere sia con i soggetti che detengono i fattori di produzione sia con i consumatori, contratti che determinano l'insorgere di rapporti di *agency* dove gli interessi delle parti sono eterogenei se non addirittura contrapposti. Le *agency relationship* generano tre tipologie di costi: i *monitoring cost*, ossia i costi di monitoraggio sopportati dal *principal* per evitare un comportamento opportunistico da parte dell'*agent*; i *bonding cost* sopportati dall'*agent* per assicurare il *principal* sulla lealtà della propria condotta; i *residual loss*, ossia una perdita residuale sopportata dal *principal* a causa del minor valore delle azioni dovuto

---

<sup>(79)</sup> Cfr. E. FAMA-M. JENSEN, *Agency Problems and Residual Claims*, in *J. Law Econ.*, 1983, Vol. 26, pp. 327 ss.; A.N. LICHT, *Culture and Law in Corporate Governance*, 2014, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2405538](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2405538).

<sup>(80)</sup> L'impresa secondo Coase, è un insieme di relazioni governate dall'imprenditore e rappresenta un'alternativa al mercato dove l'allocazione delle risorse è determinata dal meccanismo dei prezzi. Nell'impresa, invece, l'allocazione delle risorse dipende dalla volontà dell'imprenditore e l'attività di coordinamento svolta da quest'ultimo comporta un risparmio dei costi di produzione e, dunque, un costo finale del bene inferiore a quello che si avrebbe se l'attività di produzione fosse svolta attraverso una pluralità di singole transazioni sul mercato. Cfr. R. COASE, *Impresa, mercato e diritto* (traduzione italiana) Bologna, 1995.

<sup>(81)</sup> Cfr. M.C. JENSEN-W.H. MECKLING, op cit., p. 8.; in linea con quanto sostenuto dagli autori v. anche E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *J. Polit. Econ.*, 1980, Vol. 88, pp. 288 ss., il quale afferma che «*the firm is just the set of contracts covering the way inputs are joined to create outputs and the way receipts from outputs are shared among inputs*».

all'impossibilità di effettuare un monitoraggio dell'attività dei *manager* a costo zero <sup>(82)</sup>.

Nella grande impresa, così come delineata da Berle e Means, anche la relazione tra gli azionisti e i *manager* può essere ricondotta a un rapporto di *agency* mediante il quale i soci (*principal*) delegano ai *manager* (*agent*) poteri e responsabilità per la gestione dell'impresa. Com'è noto, nelle società a proprietà diffusa ciascun azionista razionalmente adotta un atteggiamento passivo rispetto alla gestione della società in quanto è ben consapevole dell'impossibilità influenzare da solo le scelte imprenditoriali. La cosiddetta *apatia razionale* <sup>(83)</sup> dei soci è, peraltro, aggravata dall'esistenza di un problema di *free riding* in quanto i soci, seppur decidessero di agire attivamente nella gestione sociale dovrebbero sopportare costi elevatissimi mentre i benefici derivanti dalla loro azione sarebbero a vantaggio di tutto l'azionariato, anche di quei soggetti che non hanno sostenuto alcun costo.

Inoltre, la dottrina più attenta ha sottolineato che gli *agency cost* tendono ad aumentare quando la parte *principal* è composta da più soggetti portatori di interessi eterogenei (cosiddetti *heterogeneous preferences*) – come accade nelle società a capitale diffuso – a causa dell'insorgenza dei cosiddetti costi di coordinamento per l'esercizio di un'azione collettiva finalizzata all'avvio di un'attività di monitoraggio sull'operato dell'*agent* <sup>(84)</sup>.

Nonostante le innumerevoli critiche mosse alla teoria del *nexus of contracts* <sup>(85)</sup>, il paradigma degli *agency cost* che in essa trova le sue

---

<sup>(82)</sup> Cfr. M.C. JENSEN-W.H. MECKLING, op cit., pp. 5 ss.

<sup>(83)</sup> Cfr. R. CLARK, *Corporate law*, Boston, 1986, pp. 390-392, il quale afferma che l'inerzia dei soci è causata soprattutto dagli ineliminabili problemi di *free-riding* e dalla mancanza di competenze professionali adeguate e incentivi all'intervento.

<sup>(84)</sup> Id.

<sup>(85)</sup> Cfr., tra molti, A.N. LICHT, op. cit., pp. 5 ss. il quale afferma che la teoria del *nexus of contracts* «*fails because corporate governance begins precisely where the*

origini è tuttora utilizzato per studiare le dinamiche del governo societario dell'impresa.

In realtà, problemi di *agency* non si configurano soltanto nella relazione tra i *manager* e gli azionisti ma possono coinvolgere altri soggetti e differire anche in base alle diverse strutture proprietarie che caratterizzano le grandi imprese (*infra*, cap. II, § 1).

Com'è stato esattamente rilevato in dottrina<sup>(86)</sup>, esistono tre tipologie di *agency problem*. Un primo problema, come già detto, deriva dal disallineamento di interessi tra gli amministratori che gestiscono l'impresa e gli azionisti-proprietari nelle società a capitale diffuso. Un secondo problema si configura nelle società a capitale concentrato e riguarda il rapporto tra l'azionista di maggioranza (*agent*) che esercita il controllo dell'impresa e quello di minoranza (*principal*) che, pur essendo proprietario, non è in grado di influenzare le scelte gestorie. Infine, un terzo problema di *agency* sussiste tra l'impresa (*agent*) e gli altri soggetti (*principal*) che con la stessa instaurano relazioni

---

*contract ends — when the contract proves incomplete (as it must), when information is incomplete (ditto), when enforcement of the contract is unlikely (as it may be on occasion, and in some places more systematically)».* Una parte della dottrina (Cfr., V. BRUNDEY, *Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contracts*, in *Colum. L. Rev.*, 1985, Vol. 85, pp. 1403 ss.) ha sostenuto che il rapporto tra azionisti e *manager* non può essere definito in termini contrattuali in quanto i soci, con l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni, non manifestano la propria volontà in maniera autonoma e informata sul contenuto del contratto stipulato con i *manager*. Uno tra i più autorevoli oppositori alla teoria del *nexus of contract*, M. EISEMBERG, *The Structure of Corporation Law*, in *Colum. L. Rev.*, 1989, Vol. 89, pp. 1461 ss., descriveva l'impresa come "*a profit-seeking enterprise of persons and assets organized by rules*" sottolineando l'importanza accanto alle regole di natura contrattuale che disciplinano i rapporti sociali anche quelle di imposte dal legislatore e dal mercato. Altri (Cfr. D. MILLON, *Communitarism in Corporate Law: Foundations and Law Reform Strategies*, in L. MITCHELL (a cura di), *Progressive corporate law*, Boulder, CO, 1995), hanno posto l'accento sull'esistenza di relazioni basate su un rapporto di fiducia oltre che di natura contrattuale e di rilievo economico tra i soggetti che operano all'interno dell'impresa. Cfr. anche C. MARCHETTI, *The "nexus of contracts" theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000, p. 34, il quale, ripercorrendo con dovizia di particolari le caratteristiche della teoria in esame e le critiche alla stessa mosse, afferma che «ai fini di una corretta ed appropriata descrizione dell'impresa si può anche considerare il *nexus of contracts* una suggestiva ma utile metafora».

<sup>(86)</sup> Cfr., J. ARMOUR-H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, op. cit., pp. 36-37.

contrattuali (creditori, dipendenti, clienti, ecc.). In quest'ultimo caso, infatti, esiste il rischio, ad esempio, che la società depauperi il proprio patrimonio a danno della massa dei creditori oppure sfrutti la posizione di forza contrattuale a svantaggio dei lavoratori dipendenti o ancora che tragga in inganno i consumatori.

In presenza di tali problemi di *agency*, le regole e i meccanismi di *corporate governance* assumono un ruolo fondamentale in quanto contribuiscono a mitigare i suddetti costi <sup>(87)</sup> e a tutelare gli interessi a vario titolo coinvolti nell'impresa <sup>(88)</sup>.

È opinione assai diffusa che efficaci meccanismi di governo societario siano necessari per assicurare che la gestione sia affidata a soggetti professionalmente competenti in grado amministrare la società assicurando adeguati livelli di produttività, competitività ed efficienza. A tal fine, occorre attribuire ai *manager* un idoneo margine di discrezionalità nelle scelte e, al contempo, adottare sia adeguati meccanismi di monitoraggio per prevenirne il comportamento

---

<sup>(87)</sup> Com'è noto, occorre che vi siano contemporaneamente due elementi per far sorgere una problematica di governo societario: la presenza di un *agency problem* e l'impossibilità di redigere contratti perfetti, ossia contratti stipulati tra i vari *stakeholder* dell'impresa che siano in grado di prevedere ogni possibile scenario futuro e di individuare con esattezza tutti i diritti e gli obblighi che le parti assumono in ognuno di essi. Invero, in assenza di un problema di *agency*, ossia di una divergenza o un conflitto di interessi tra il soggetto che amministra l'impresa e quello che ne sopporta il rischio, non sorge la necessità di predisporre un apparato di regole finalizzate a far convergere gli interessi contrapposti (ad esempio, nessun problema di *agency* sussiste nell'impresa capitalistica tradizionale). Allo stesso modo, in presenza di contratti perfetti che non lasciano spazio a comportamenti opportunistici delle parti non vi è la necessità di prevedere un quadro di regole da applicare alle vicende non previste contrattualmente. Così, O. HART, op. cit.

<sup>(88)</sup> Nella letteratura sono state elaborate numerose definizioni di *corporate governance* differenti tra loro in quanto costruite su problematiche eterogenee che coinvolgono i diversi *stakeholder* dell'impresa. Ad esempio, A. SHLEIFER-R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, 1997, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=100528](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=100528), focalizzando l'attenzione solo sul rapporto tra *manager* e azionisti definiscono la *corporate governance* come l'insieme dei metodi attraverso i quali coloro che forniscono finanziamenti all'impresa si assicurano di ricevere un rendimento positivo sui propri investimenti.

opportunistico sia un sistema premiale volto a orientare quest'ultimo alla creazione di valore per gli azionisti.

## **2.2. Il nuovo paradigma del capitalismo degli investitori istituzionali. L'*agency capitalism* e le ragioni dello scarso attivismo degli investitori istituzionali**

Fino agli anni Settanta del XX secolo la grande impresa ha dominato la scena economica mondiale. I proprietari-azionisti che, soprattutto per ragioni di efficienza avevano delegato ai dirigenti professionisti l'attività gestoria, hanno mantenuto un atteggiamento passivo rispetto alle questioni societarie finendo per diventare semplici "*rentier*". Questi ultimi non hanno fatto altro che formulare attese positive nei confronti degli amministratori in ordine alla remunerazione del capitale investito (distribuzione dei dividendi e *capital gain*). In pratica, la qualifica di socio non rappresentava altro che "un'etichetta formale" alla quale non corrispondeva un'effettiva ingerenza nell'attività gestoria <sup>(89)</sup>. D'altro canto, gli azionisti neppure hanno esercitato un'azione di monitoraggio sulla gestione considerati gli elevati costi che avrebbero dovuto sostenere per contrastare i comportamenti scorretti e dannosi degli amministratori.

Insomma, la grande impresa così come teorizzata da Berle e Means, in assenza di una *voice* degli azionisti, era dominata dai *manager* professionisti che attraverso il controllo dei diritti di voto dei soci – reso agevole dai meccanismi di delega e dalla "cattura" dei *boards of directors*" (che pure avrebbero dovuto rappresentare una garanzia per gli azionisti in virtù del loro ruolo di supervisori dell'operato degli amministratori esecutivi) – consolidarono la loro posizione di potere all'apice delle aziende.

---

<sup>(89)</sup> Cfr. G. ZANDA, op. cit., p. 271.

Tuttavia, negli anni Ottanta la situazione cambia a causa dell'ingresso sul mercato di capitali degli "investitori istituzionali" e, in particolare, dei fondi pensione <sup>(90)</sup> che, a differenza degli azionisti disorganizzati, incompetenti e disinteressati delle società descritte da Berle e Means, sono dotati di adeguate competenze tecniche e risorse finanziarie per poter esercitare un ruolo attivo nelle vicende della società contribuendo al miglioramento dell'efficienza dei sistemi di governo societario.

Sembra, dunque, che l'avvento di questi nuovi soggetti abbia rappresentato un elemento di rottura del paradigma della grande impresa basato sull'atomizzazione dell'azionariato e sul ruolo passivo dell'organo assembleare sancendo il passaggio dal capitalismo manageriale al cosiddetto "capitalismo degli investitori" <sup>(91)</sup> o

---

<sup>(90)</sup> Una parte della dottrina (Cfr. H. WELLS, op. cit., p. 23), ha individuato la causa principale della rapida diffusione dei fondi pensione – pubblici e privati – nel mercato americano nelle modifiche apportate al sistema pensionistico che, per la prima volta, garantiva ai lavoratori una pensione «*as a part of their employment*». Secondo altri, (cfr. R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 2013, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2206391](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2206391); R.J. GILSON-J.N. GORDON, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, pp. 32 ss.), l'aumento della presenza degli investitori istituzionali nel capitale delle *public company* è attribuibile a due fattori: la struttura del sistema previdenziale e lo sviluppo della teoria del portafoglio. Il primo, infatti, è caratterizzato dalla contestuale presenza di fondi pensione pubblici e privati che hanno investito ingenti capitali nelle grandi società quotate mentre, lo sviluppo della teoria del portafoglio (basata su tre assunti di fondo, ossia che (i) la diversificazione dell'investimento è un elemento fondamentale per ridurre il rischio, (ii) che tanto più ampi sono i portafogli tanto maggiore può essere il livello di diversificazione e, dunque, più agevole il raggiungimento dell'obiettivo di massimizzazione dei rendimenti e (iii) in ragione del fatto che i mercati dei titoli azionari sono molto efficienti, il costo per reperire maggiori informazioni è più alto e, di conseguenza, sostenibile solo se distribuito su un gran numero di investitori) ha costituito un importante incentivo all'investimento mediato dagli investitori istituzionali.

<sup>(91)</sup> Cfr. M. USEEM, *Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, New York, 1996, p. 6, il quale afferma che «*The emergence of what I will call "investor capitalism" had found fertile ground in the aftermath of an earlier transformation of American business: the ascendance of managerial capitalism*».

“agency capitalism”<sup>(92)</sup>). In questo nuovo modello i piccoli azionisti partecipano al capitale sociale della grande impresa attraverso gli investitori istituzionali, ossia soggetti che per loro conto detengono le azioni nelle società e nel loro interesse partecipano al governo dell’impresa.

Anche la struttura proprietaria delle grandi imprese si modifica in presenza degli investitori istituzionali e si assiste a un processo denominato «*reconcentration of record ownership*»<sup>(93)</sup>.

Secondo una parte della dottrina<sup>(94)</sup>, la presenza di questa nuova categoria di investitori nel capitale delle società quotate avrebbe dovuto portare alla crescita dell’attivismo come via alternativa all’utilizzo dei *takeover* che, verso la fine degli anni Ottanta, divennero uno strumento di monitoraggio degli amministratori difficile da utilizzare a causa della diffusione delle clausole *antitakeover* negli statuti societari delle emittenti quotate americane.

Inizia, poi, ad acquisire forza l’idea che le caratteristiche degli assetti proprietari delle grandi imprese non possano ricondursi esclusivamente allo schema teorizzato da Berle e Means anzi tutto perché la struttura proprietaria frammentata è un fenomeno tipico del

---

(<sup>92</sup>) Cfr. R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, op cit.; R.J. GILSON-J.N. GORDON, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, op. cit.

(<sup>93</sup>) Id.; G.F. DAVIS, *A New Finance Capitalism? Mutual Funds and Ownership Reconcentration in the United States*, 2008, pp. 11 ss., reperibile nel sito [http://webuser.bus.umich.edu/gfdavis/Papers/davis\\_08\\_EMR.pdf.pdf](http://webuser.bus.umich.edu/gfdavis/Papers/davis_08_EMR.pdf.pdf).

(<sup>94</sup>) Cfr. B.S. BLACK, *Agents Watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, 1992, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1132082](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1132082); J. POUND, *Raiders, Targets, and Politics: the History and Future of American Corporate Control*, in *J. Appl. Corp. Finance*, 1992, Vol. 5, pp. 6 ss. Al contrario, un’altra parte della dottrina già all’epoca mostrava un certo scetticismo rispetto agli effetti sull’attivismo dell’avvento degli investitori istituzionali, cfr., fra molti, J.E. FISCH, *Relationship Investing: Will it Happen? Will it Work?*, in *Ohio State Law Journal*, 1994, Vol. 55, pp. 1009 ss; T.A. SMITH, *Institutions and Entrepreneurs in American Corporate Finance*, in *Calif. L. Rev.*, 1997, Vol. 85, pp. 1 ss.



mondo anglosassone e, dunque, rappresenta un'eccezione a livello internazionale. Al di fuori degli Stati Uniti e della Gran Bretagna, la proprietà delle grandi imprese è concentrata nelle mani di un azionista rilevante che ne assume il controllo (*infra*, cap. II, § 1).

In secondo luogo, seppur la società a proprietà diffusa sia un protagonista di assoluto rilievo nel mercato americano e inglese, la presenza negli stessi di imprese a struttura proprietaria concentrata non è di poco conto <sup>(95)</sup>. A tal proposito, emblematico è il caso della Microsoft Corporation – una delle maggiori società americane che opera nel mercato tecnologico – dove il controllo è tutt'ora concentrato nelle mani di un ristretto gruppo di azionisti si riferimento <sup>(96)</sup>.

Infine, come già osservato, anche nelle società dove non esiste un azionista di controllo ma è assai significativa la presenza degli investitori istituzionali la struttura proprietaria e, di conseguenza, le dinamiche di governo societario si discostano molto dal modello proposto da Berle e Means, in quanto questi investitori, per le risorse di cui dispongono e per l'ammontare degli investimenti che gestiscono, sono potenzialmente in grado di esercitare direttamente un'attività di vigilanza che sarebbe invece troppo onerosa per gli investitori *retail*.

---

<sup>(95)</sup> Di recente, il fenomeno è stato descritto da R.C. ANDERSON-D.M. REEB, *Funding Family, Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, in *J. Finance*, 2003, Vol. 58, pp. 1301 ss.; B. VILLALONGA-R. AMIT, *How are U.S. Family Firms Controlled?*, in *Rev. Financ. Stud.*, 2009, Vol. 22, pp. 3047 ss.

<sup>(96)</sup> Anche se negli ultimi anni gli equilibri di potere all'interno della Microsoft Corporation risultano modificati a causa delle operazioni di vendita dei grossi pacchetti azionari detenuti dal maggiore azionista (Bill Gates), nel 1995, quando la società era per dimensioni e importanza la quarta nel mercato americano, il controllo era detenuto da soli tre azionisti: Bill Gates possedeva il 23,7% del capitale azionario, Paul Allen il 9% e Steven Ballmer il 5% (così, R. LA PORTA-F. LOPEZ DE SILANES, *Corporate Ownership Around the World*, 1998, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=103130](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=103130)).

A tal proposito, Gilson e Gordon affermano che «*On the one hand, concentration of ownership holds out the possibility that the institutions will, like Pinocchio, come to act like real boys – like “real” owners (or “stewards” in the more polite vocabulary) and actively supervise the performance of professional management. This view is reflected in current discussions (...) concerning how institutions can, and might be made to, play a more proactive role in corporate governance. On the other hand, institutions have continually failed to play this role; despite the urging of academics and regulators, they remain stubbornly responsive but not proactive*»<sup>(97)</sup>.

Se da un lato, infatti, la presenza degli investitori istituzionali nel capitale delle grandi società quotate rappresenta un fenomeno ormai in crescita a livello internazionale <sup>(98)</sup>, dall'altro lato, la partecipazione attiva degli stessi nelle governo societario delle imprese sembra abbia rappresentato fino ad ora solo un'eccezione <sup>(99)</sup>. Eppure, l'attivismo <sup>(100)</sup> degli investitori istituzionali sembra essere, nel momento in cui si scrive, un obiettivo comune dei legislatori contemporanei a livello internazionale da realizzare attraverso l'adozione di un quadro

---

<sup>(97)</sup> Cfr. R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, op. cit., p. 888.

<sup>(98)</sup> Gilson e Gordon, Id. p. 865, osservano che «*In 2011, for example, institutional investors owned over 70% of the outstanding stock of the thousand largest U.S. public corporations*».

<sup>(99)</sup> Cfr., tra molti, S.M. BAINBRIDGE, *Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Intervention*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, pp. 231 ss.

<sup>(100)</sup> Cfr. B. BLACK, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998, vol. 3, p. 459, definisce l'attivismo come una forma di monitoraggio attivo degli investitori istituzionali (società di gestione di fondi comuni, fondi pensione, imprese di investimento, imprese di assicurazione, ecc.) sull'operato degli amministratori della società partecipata, posto in essere attraverso l'esercizio dei diritti sociali o instaurando un rapporto di interlocuzione privata con i dirigenti dell'impresa (agendo, cioè, “*behind the scene*”). Generalmente, l'intervento attivo da parte di questi soggetti è finalizzato a modificare le politiche di gestione o le regole di organizzazione interna.

normativo in grado di incentivare una proficua interlocuzione degli stessi investitori con i soggetti titolari del controllo dell'impresa attraverso la riduzione dei costi connessi all'attivismo.

Non può, infatti, trascurarsi che il coinvolgimento attivo degli investitori istituzionali nella gestione aziendale se da un lato può essere utile per risolvere (o quantomeno attenuare) i problemi di *agency* propri della grande impresa in cui gli stessi investono, dall'altro lato, potrebbe risultare svantaggioso nell'ottica economico-aziendale del singolo investitore. Anzi tutto, si osservi che la struttura fortemente diversificata del portafoglio partecipativo di questi soggetti – utile a contenere il rischio specifico di investimento in poche imprese – rende poco inclini gli investitori istituzionali a sostenere gli ingenti costi di intervento attivo nella gestione delle società in cui partecipano. Infatti, un esercizio sistematico e costante dei diritti di *voice* da parte di questi soggetti comporta non solo costi elevati ma anche maggiori rischi derivanti sia da un minor grado di diversificazione dei portafogli sia dalla minore liquidità<sup>(101)</sup> associata alle strategie di lungo (e non più di breve) periodo<sup>(102)</sup>. Peraltro, seppur gli investitori istituzionali dovessero scegliere di sopportare i costi di intervento nella gestione, dovrebbero essere disposti a ripartire gli eventuali benefici con gli altri azionisti che, invece, assumono un comportamento passivo.

---

<sup>(101)</sup> Cfr. P.L. BERNSTEIN, *Stock Market Risk in a Post Keynesian World*, in *Journal of Post Keynesian Economics*, 1998, Vol. 21, pp. 15 ss., afferma che «*Liquidity means the ability to reverse a decision at the lowest possible transaction cost*».

<sup>(102)</sup> Cfr. J. COFFEE, *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, in *Colum. L. Rev.*, 1997, Vol. 91, pp. 1277 ss., sostiene infatti che gli investimenti di lungo periodo, necessari nel caso in cui gli investitori istituzionali intendano esprimere la propria *voice* nelle società in cui partecipano, potrebbero risultare molto costosi in quanto richiedono un enorme sacrificio in termini di liquidità. Così anche J.R. MACEY, *Institutional Investors and Corporate Monitoring: A Demand-Side Perspective*, in *Manage. Decis. Econ.*, 1997, Vol. 18, p. 608.

Gli investitori istituzionali scelgono, pertanto, di ridurre al minimo i costi di gestione del portafoglio, privilegiando le strategie di *exit* <sup>(103)</sup> rispetto a quelle di *voice*, e di adottare politiche di forte diversificazione del rischio anche in ragione del fatto che operano in un mercato molto concorrenziale e che i risultati della loro attività sono facilmente misurabili da parte dei propri clienti che sono gli “*ultimate beneficial owner*” <sup>(104)</sup>.

Ma vi è di più. Anche all'interno degli investitori istituzionali sussistono problematiche di *agency* derivanti dalla «*separation between ownership and ownership*» <sup>(105)</sup> che disincentivano lo *shareholder activism*. Infatti, la relazione che si instaura tra *beneficial owner* (beneficiari finali dell'investimento) e i *record owner* (investitori istituzionali), che per loro conto detengono le partecipazioni nelle società, può essere inquadrata in un rapporto di *agency* dove sussiste una contrapposizione degli interessi dei soggetti coinvolti. Come già sottolineato, infatti, l'attivismo potrebbe non convenire dal punto di vista economico-aziendale del singolo

---

<sup>(103)</sup> Com'è stato correttamente rilevato in dottrina, anche l'*exit* può essere considerato una forma di attivismo in quanto l'uscita – o anche solo la minaccia di uscita – è una manifestazione pubblica di dissenso sull'operato del *management* che spesso si traduce in una riduzione del prezzo delle azioni. Cfr., R. PARRINO-R. SIAS-L. STARKS, *Voting with their feet: Institutional Ownership Change Around CEO Turnover*, in *JFE*, 2003, Vol. 68, pp. 3 ss. Di diverso avviso è altra parte della dottrina (Cfr. J.C. Coffee, op. cit.) che non considera l'*exit* come una forma di attivismo.

<sup>(104)</sup> J. R. MACEY, *Institutional Investors and Corporate Monitoring: A Demand-Side Perspective*, op. cit., p. 608, sostiene che «*institutional investors operate in a competitive environment. It is easy to monitor their performance and there are a lot of them. Modern portfolio theory teaches that firm-specific risk can be diversified away by investors (...). The logic behind the Capital Asset Pricing Model supposes that investors will be compensated only for the non-diversifiable risks they bear (...). Additionally, the Efficient Capital Markets Hypothesis posits that the process of fundamental analysis of a stock's value is not going to produce superior investment results (...). As such, institutional investors should concentrate on constructing portfolios of stocks that are designed effectively to eliminate firm-specific risk and focus on keeping costs down*».

<sup>(105)</sup> Così L.E. STIRNE JR, *Can we do Better by Ordinary Investor? A pragmatic Reaction to the Dueling Ideologist of Corporate Law*, in *Colum. L. Rev.*, 2014, Vol. 114, pp. 449 ss.

investitore istituzionale ma, allo stesso tempo, l'attività di monitoraggio del *management* potrebbe creare valore per gli azionisti e, dunque, aumentare la redditività del loro investimento.

Gilson e Gordon hanno definito questa nuova categoria di costi "*agency costs of agency capitalism*". Con un'espressione particolarmente incisiva, gli autori sostengono che «*institutional shareholders are not "rationally apathetic" as were the dispersed owners on whose behalf the institutions now hold shares, but instead are "rationally reticent"*»<sup>(106)</sup>. Questa tipologia di investitori, insomma, pur se dotati degli strumenti necessari per un coinvolgimento attivo nella gestione, scelgono razionalmente di non intervenire in assenza di un'adeguata struttura di incentivi che riduca i suddetti costi di *agency* (<sup>107</sup>).

Non può d'altra parte trascurarsi la possibilità che il mancato intervento attivo degli investitori istituzionali possa dipendere anche delle relazioni di varia natura che gli stessi instaurano con l'emittente in cui partecipano; dalla struttura dei compensi dei *money manager* che non è in alcun modo influenzata dal raggiungimento dell'obiettivo di creazione di valore per l'impresa partecipata; dalle strategie di investimento dagli stessi adottate (di *indexing* (<sup>108</sup>) piuttosto che di

---

(<sup>106</sup>) Cfr. R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, op cit. pp. 867; R.J. GILSON-J.N. GORDON, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, op. cit.

(<sup>107</sup>) Cfr. E. CROCI, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, Milano, 2011, p. 229, richiamando il pensiero di una parte della letteratura statunitense, afferma che «la sopravvivenza dell'attivismo come stile di investimento dipende dalla sua capacità di generare profitti per gli investitori attivisti. In assenza del soddisfacimento di questa condizione necessaria», secondo l'a., «l'attivismo sarà abbandonato».

(<sup>108</sup>) La strategia di *indexing* è una strategia di investimento che implica una "gestione passiva" del portafoglio di investimento in quanto il gestore del portafoglio, per ridurre al minimo i costi di gestione, replica l'andamento degli indici di mercato senza effettuare scelte di investimento che richiederebbero una complessa e dispendiosa attività di analisi.

gestione attiva (<sup>109</sup>); dall'incapacità di coordinarsi tra loro al fine di superare i “*collective action problems*”; dal contesto normativo che rende poco agevole l'esercizio dei diritti societari; nonché dal grado di contendibilità della società sul mercato (<sup>110</sup>).

Neppure esiste la certezza per gli investitori istituzionali degli effetti positivi della loro azione sul piano pratico. Infatti, in letteratura non ci sono evidenze empiriche che dimostrino l'esistenza di un rapporto di causalità tra l'attivismo degli investitori e il cambiamento delle strategie di *governance* e tra queste ultime e il miglioramento della *performance* dell'impresa in quanto risulta difficile isolare le conseguenze direttamente derivanti dall'intervento attivo degli investitori da quelle che scaturiscono da altre vicende che coinvolgono l'impresa (<sup>111</sup>).

Stante questa situazione, l'attivismo degli investitori istituzionali è stato definito come “attivismo latente” (<sup>112</sup>), in quanto gli stessi pur essendo, in linea teorica, in grado di contribuire attivamente alle scelte di governo societario, hanno assunto un atteggiamento passivo.

Infine, nonostante spesso gli investitori istituzionali vengano descritti come un'unica categoria di soggetti, esistono notevoli differenze tra le varie tipologie di investitori. In proposito, è utile osservare che gli effetti delle iniziative promosse da questi soggetti sulle società partecipate variano in funzione della strategia adottata e dalla

---

(<sup>109</sup>) La gestione attiva è una strategia di investimento che prevede l'adozione da parte del gestore del portafoglio di una molteplicità di decisioni di investimento allo scopo di ottenere rendimenti superiori a quelli ottenibili con una gestione passiva.

(<sup>110</sup>) Cfr. M. BIANCHI-M.C. CORRADI-L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in Banca, Impresa e Società, 2002, Vol. XXI, pp. 397 ss.

(<sup>111</sup>) In tal senso, Cfr. E. CROCI, op. cit., pp. 35 ss.; M. MAUGERI, *Prefazione*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, p. IX.

(<sup>112</sup>) Cfr. R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, op cit., pp. 895.

tipologia di investitore. Il coinvolgimento attivo degli azionisti, infatti, non sempre è finalizzato al miglioramento delle condizioni di governo imprese. Quest'ultimo potrebbe rappresentare solo un obiettivo strumentale – dunque, non indispensabile – per il perseguimento dell'interesse del singolo investitore. Si pensi, ad esempio, al caso dei fondi pensione pubblici e quelli creati dalle organizzazioni sindacali che, anche a scapito della redditività dell'impresa, perseguono politiche finalizzate alla crescita salariale e occupazionale dei lavoratori. O ancora alle politiche di *short terminism* adottate dai *mutual funds* e dagli *hedge funds* che potrebbero essere addirittura dannose per l'impresa in un orizzonte temporale di lungo periodo <sup>(113)</sup>.

### **2.3. Segue. L'attivismo degli *hedge fund*: un segnale in controtendenza**

Alla luce di quanto sopra, è possibile affermare che gli investitori istituzionali, pur essendo potenzialmente in grado di partecipare alla *governance* dell'impresa, hanno mantenuto – e continuano a mantenere – un atteggiamento per lo più passivo rispetto alle vicende societarie. Il discorso cambia quando l'attenzione si rivolge a un'altra tipologia di investitori diffusasi negli anni 2000: gli *hedge fund*.

---

<sup>(113)</sup> Così I. ANABTAWI, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 2005, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=783044](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=783044), il quale individua cinque elementi che possono influenzare l'azione degli investitori, ossia (i) l'orizzonte temporale di investimento di lungo o breve periodo; (ii) il grado di diversificazione dei portafogli di investimento; (iii) l'appartenenza o meno degli azionisti alla struttura aziendale (a tal proposito i soci si differenziano in *inside shareholder* – ossia dipendenti dell'impresa come manager e lavoratori – e *outside shareholder* – ossia esterni all'organizzazione aziendale); (iv) la natura sociale o finanziaria degli obiettivi che perseguono; (v) l'adozione o meno di una strategia di *hedging* utile alla copertura dei rischi legati all'investimento ma potenzialmente in grado di disallineare gli interessi dei soggetti che la utilizzano con quelli degli azionisti *unhedged*.

Pur non esistendo una definizione univoca del termine *hedge fund*, è possibile individuare le caratteristiche comuni a questi nuovi operatori del mercato. In particolare, i suddetti fondi (i) godono di un'ampia flessibilità nelle scelte di investimento che possono effettuare e, di conseguenza, nella determinazione del grado di rischio che sono disposti ad accettare; (ii) possono agevolmente ricorrere agli strumenti di indebitamento e, in questo modo, sfruttare al meglio la cosiddetta leva finanziaria; (iii) hanno l'opportunità di accedere ai mercati illiquidi data la possibilità di limitare il rimborso dei propri sottoscrittori; (iv) sono sottoposti a un livello minimo di regolamentazione; (v) la struttura dei compensi dei loro *manager* è correlata anche al raggiungimento di obiettivi legati all'aumento della redditività delle imprese in cui investono; (vi) la loro attività, in ragione dell'elevato grado di rischio che comporta, è rivolta solo a investitori sofisticati (il che giustifica anche le poche regole che li governano) <sup>(114)</sup>.

I fondi *hedge*, a differenza degli investitori istituzionali, adottano la strategia del cosiddetto "rendimento assoluto", ossia un rendimento che non dipende dall'andamento dei mercati. Essi generalmente investono in società "sottovalutate" in quanto potenzialmente redditizie ma non amministrate in maniera efficiente e dalle quali è tendenzialmente facile uscire <sup>(115)</sup>. Infatti, lo scopo dei suddetti fondi è quello di acquisire un ammontare di capitale non elevato ma

---

( <sup>114</sup> ) Cfr. BORSA ITALIANA, *Glossario-Hedge funds*, reperibile nel sito <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Hedge%20Fund>; E. CROCI, op. cit. pp. 106-107; M. KAHAN-E. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2007, Vol. 155, pp. 1066 ss.

( <sup>115</sup> ) Cfr., fra molti, E. CROCI, op. cit. pp. 118-120; W. BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, 2010, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=928689#%23](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928689#%23).



sufficiente a esercitare un'effettiva influenza sul *management* <sup>(116)</sup> in modo da migliorare la *performance* della società (e aumentare il valore dei titoli) e, nel più breve tempo possibile, smobilizzare l'investimento. L'attivismo societario degli *hedge fund* sembra dunque essere il mezzo attraverso il quale questi soggetti realizzano i propri obiettivi.

Stante quanto sopra, è agevole cogliere un'altra differenza sostanziale tra l'attivismo dei fondi *hedge* e quello (solo sporadico) degli investitori istituzionali. Infatti, i primi adottano un comportamento "proattivo" in quanto prima compiere le scelte di investimento, effettuano una costosa attività di analisi che consente loro di programmare *ex ante* le azioni da intraprendere nei confronti del *management* della società oggetto dell'investimento. Gli investitori istituzionali, invece, adottano un comportamento "reattivo" in quanto scelgono di intervenire attivamente nella gestione solo se non sono soddisfatti delle strategie poste in essere dai *manager* delle società di cui sono già soci <sup>(117)</sup>.

---

<sup>(116)</sup> Generalmente, l'attività dei fondi *hedge* è mirata a influenzare le scelte di natura economico-finanziaria della società piuttosto che quelle relative alla *governance* allo scopo di ottenere, nel più breve tempo possibile, il massimo rendimento dalle partecipazioni detenute nelle società. Inoltre, questi fondi solo soliti porre in essere una strategia di attivismo cosiddetta "*behind the shene*" prima di utilizzare gli strumenti di *voice* forniti dal legislatore o rendere pubblico il proprio dissenso rispetto all'operato dei *manager*. Così, J. ARMOUR-B. CHEFFINS, *The rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 2009, p. 6, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1489336](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1489336), i quali affermano che «*hedge fund activists typically begin their engagement by sounding out management with a telephone call or letter pressing the incumbent board to make changes designed to increase shareholder value. If a quiet approach fails, the fund can step up the pressure, perhaps by criticizing management in public or by threatening a lawsuit against the company's directors*».

<sup>(117)</sup> Cfr. S.M. BAINBRIDGE, *Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Intervention*, op. cit., pp. 230 ss.; J. ARMOUR, B. CHEFFINS, op. cit., pp. 2 ss., i quali definiscono l'attivismo degli *hedge funds* "*offensive shareholder activism*" e, al contrario quello dei fondi comuni e fondi pensione "*defensive shareholder activism*". Secondo gli a.a. l'attivismo difensivo viene posto in essere quando «*an investor with a pre-existing stake in the company becomes dissatisfied with corporate performance or corporate governance and reacts by lobbying for*

Il fenomeno – assai recente – dell’attivismo degli *hedge fund* ha raggiunto in poco tempo una dimensione globale diffondendosi non solo nei mercati anglosassoni dove, com’è noto, l’attivismo è reso più agevole dalla struttura proprietaria diffusa delle società, ma anche in Europa, dove l’esistenza di un azionista rilevante riduce la contendibilità del controllo societario e, pertanto, scoraggia l’esercizio dei diritti di *voice* degli azionisti <sup>(118)</sup>.

Le operazioni di *shareholder activism* poste in essere negli ultimi anni dagli *hedge fund*, hanno indotto una parte della dottrina <sup>(119)</sup> a ritenere che questi soggetti – ormai dotati di un buon grado di specializzazione per far fronte alla complessa attività necessaria per realizzare le campagne di attivismo e caratterizzati da un’elevata propensione al rischio in considerazione del fatto che i loro rendimenti dipendono dalle caratteristiche specifiche delle imprese in cui investono – potrebbero svolgere un ruolo rilevante nella *governance* delle società e fare da “apripista” per le iniziative di attivismo societario alle quali potrebbero partecipare anche gli investitori istituzionali che generalmente assumono un atteggiamento passivo.

---

*changes, whether “behind the scenes” or with a public challenge to the management (i.e. proposing the election of directors the dissidents support)»; invece, l’attivismo di tipo offensivo rappresenta «an aggressive posture towards incumbent management [...] An investor lacking a meaningful stake in a company builds up one “offensively” on the presumption that changes will be made to correct failures to maximize shareholder returns and with the intention of agitating for change if management does not take the initiative».*

<sup>(118)</sup> Cfr., fra molti, E. CROCI, op. cit. pp.157 ss.; M. BECHT-J. FRANKS-J. GRANT, *Hedge fund activism in Europe: does privacy matter?*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, pp. 116 ss., A. SERETAKIS, *Hedge Fund Activism Coming to Europe: Lesson from the American Experience*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2014, Vol. 8, reperibile nel sito <http://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1004&context=bjcfcl>.

<sup>(119)</sup> Così R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, op cit.

In realtà, l'operato di questi soggetti è stato spesso oggetto di aspre critiche anche a causa della loro tendenza a realizzare un saggio di profitto molto alto in un orizzonte temporale di breve periodo (cosiddetto *short terminism*, *infra* cap. II, § 1) mettendo, in tal modo, in pericolo l'equilibrio economico-finanziario delle imprese in cui investono nel lungo periodo.

Al di là della fondatezza delle suddette critiche, i pochi studi empirici esistenti dimostrano che l'attivismo di questi investitori ha sortito effetti per lo più positivi sull'efficienza del governo delle società *target* e ha generato – soprattutto nei periodi immediatamente successivi all'annuncio delle campagne attiviste, ma anche dopo l'esercizio dell'azione – un miglioramento della *performance* societaria che si è tradotto in rendimenti più alti rispetto a quelli medi di mercato attribuibili all'impresa <sup>(120)</sup>.

Inoltre, una parte della letteratura smentisce l'assunto che l'obiettivo di immediata redditività proprio degli *hedge fund* debba essere necessariamente associato a orizzonti temporali di investimento di breve (o brevissimo) periodo. Infatti, l'orizzonte temporale medio di investimento di questi fondi è all'incirca di 1 anno e 7 mesi <sup>(121)</sup> e varia a seconda della strategia di investimento adottata; il che non sorprende considerato il tempo necessario per instaurare un proficuo dialogo con gli organi delle società *target* ed eventualmente quello utile a intraprendere azioni in qualche misura incisive sul piano pratico.

---

<sup>(120)</sup> Cfr. A. BRAV-W. JIANG-R. S. THOMAS-F. PARTNOY, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in *J. Finance*, 2008, Vol. 63, p. 1729 ss.

<sup>(121)</sup> Così, M. BECHT- J.R. FRANKS-J. GRANT-H.F. WAGNER, *The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*, 2015 reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2376271](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2376271).

### **3. *Shareholder empowerment*: un dibattito internazionale ancora in corso**

Hill, in un suo scritto recentissimo (<sup>122</sup>), ha affermato che «*Shareholders are not homogenous (...), and they have been portrayed in different ways across time and jurisdiction*». Secondo l'a., nel corso del tempo, l'immagine dell'azionista delle società quotate ha subito profonde trasformazioni passando dall'essere, nelle società di Berle e Means, un soggetto privo di poteri, incapace di difendere da solo i propri interessi e in balia di *manager* (o di azionisti rilevanti) abili nel gestire per suo conto l'impresa ma inclini trarre benefici personali dalla propria attività, a un soggetto istituzionale e organizzato, capace di agire come collettore di risparmio tra i piccoli azionisti, dotato delle adeguate competenze e risorse ma solo potenzialmente in grado di partecipare attivamente alle dinamiche di governo societario in quanto sprovvisto di un'adeguata struttura di incentivi e, infine, a un soggetto che partecipa attivamente alle vicende societarie, spesso però con strategie aggressive e forse non in linea con le logiche di lungo periodo proprie delle imprese.

L'a. sottolinea, peraltro, che la crisi finanziaria degli anni Duemila ha profondamente intaccato l'immagine dell'azionista e ha contribuito a far emergere due correnti di pensiero contrapposte. Da un lato, infatti, c'è chi ritiene che i soci delle grandi imprese siano essi stessi vittime della crisi e, dall'altro lato, c'è chi pensa che gli azionisti abbiano contribuito al dissesto finanziario adottando un comportamento passivo quando avrebbero potuto esprimere il proprio dissenso rispetto alle scelte del *management* e abbiano, nel contempo,

---

(<sup>122</sup>) Cfr. J. G. HILL, *Images of the shareholder – shareholder power and shareholder powerlessness*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, p. 53.

partecipato attivamente all'adozione di politiche e strategie dannose per le società.

Proprio questa contrapposizione di vedute è alla base dell'intenso dibattito accademico sul riparto di competenze tra *manager* e azionisti, un dibattito che ha dato vita alle due opposte teorie dello *shareholder empowerment* e della *director primacy*.

Uno dei più importanti sostenitori dello *shareholder empowerment* è Bebchuk (<sup>123</sup>), il quale sostiene che l'attribuzione di un potere di intervento degli azionisti in merito ad alcune operazioni societarie rilevanti attenua i problemi di *agency* tipici delle società a capitale diffuso presenti nei sistemi di *common law* (USA e UK). L'a. individua tre tipologie di decisioni che dovrebbero essere rimesse al potere di proposta e decisione degli azionisti: (i) le "*ending game decisions*", ossia le decisioni in materia di fusioni, offerte pubbliche d'acquisto, liquidazione della società e vendita dei beni della stessa, ecc.; (ii) le "*rules of the game decisions*" come, ad esempio, le modifiche statutarie e le decisioni relative alla scelta dello stato nel quale incorporare la società; infine, (iii) le "*scaling down decision*", ossia le decisioni di natura finanziaria che determinano una riduzione del patrimonio della società.

Allo stesso modo, analizzando le criticità del quadro regolamentare europeo in tema di diritti degli azionisti, anche Masouros (<sup>124</sup>) sottolinea la necessità di incoraggiare lo *shareholder empowerment* garantendo agli azionisti un maggior controllo sul proprio investimento al fine ultimo di ristabilire la fiducia del mercato; controllo che attualmente è reso difficile dalla presenza di un *board of*

---

(<sup>123</sup>) Cfr. L. A. BEBCHUK, *The case for increasing shareholder power*, in *Harv. L. Rev.*, 2005, Vol. 118, pp. 833 ss.

(<sup>124</sup>) Cfr. P.E. MASOUIROS, *Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously? An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe*, in *European Company Law*, 2010, Vol. 7, pp. 195 ss.

*directors* molto forte in termini di competenze e di una serie di intermediari (*proxy advisor, credit-rating agenzie, ecc.*) che, in un modo o nell'altro, influenzano le scelte di voto degli azionisti.

Anche Maugeri <sup>(125)</sup> sostiene che gli ultimi interventi del legislatore comunitario, finalizzati a rafforzare i diritti di *voice* degli azionisti, sono «coerenti con la natura originaria dell'ufficio assembleare, in quanto rappresentativo del consesso di soggetti al cui interesse si indirizza l'intera operazione societaria».

Al contrario, Bainbridge <sup>(126)</sup> sostiene che l'attivismo degli investitori ostacola l'attività del consiglio di amministrazione che è l'organo investito dell'autorità decisionale in materia gestoria in quanto maggiormente in grado di assumere decisioni corrette e informate.

In linea con il pensiero di Bainbridge, Anabtawi <sup>(127)</sup> afferma che gli azionisti, specialmente gli investitori istituzionali, oltre a essere in posizione di svantaggio informativo rispetto al *management*, perseguono un interesse privato che spesso non è in linea con quello sociale e, per tale ragione, a un incremento dei diritti di *voice* dei soci potrebbe paradossalmente corrispondere una diminuzione del benessere complessivo della società.

Anche Strine <sup>(128)</sup> è favorevole alla *director primacy* e critica apertamente le proposte di Bebchuk ma, nonostante ciò, egli ritiene che sia necessaria una riforma del processo di elezione degli amministratori attualmente non idoneo a garantire l'effettività del

---

<sup>(125)</sup> Cfr. M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in Riv. soc., 2013, pp. 336 ss.

<sup>(126)</sup> Cfr. S.M. BAINBRIDGE, *Director primacy and shareholder disempowerment*, in Harv. L. Rev., 2006, Vol. 119, pp. 1735 ss.; S.M. BAINBRIDGE, *Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Intervention*, op. cit.

<sup>(127)</sup> Cfr. I. ANABTAWI, op. cit.

<sup>(128)</sup> Cfr. L.E. STRINE JR, *Toward a True Corporate Republic: a Traditionalist Response to Bebchuk Solution for Improving Corporate America*, in Harv. L. Rev., 2006, 119, pp. 1735 ss.

diritto di nomina e revoca degli amministratori considerato tutt'oggi la prerogativa più importate degli azionisti.

## Capitolo II

### Gli azionisti nei sistemi capitalistici *insider* e *outsider*

SOMMARIO: 1. Il ruolo dell'assemblea nelle società per azioni quotate dell'Europa continentale. 2. Il ruolo dell'assemblea nelle *public company* americane e inglesi: diverse "regole del gioco" per uno stesso modello d'impresa a proprietà diffusa.

#### 1. Il ruolo dell'assemblea nelle società per azioni quotate dell'Europa continentale

Dalle pagine che precedono emerge che la crescita dimensionale delle imprese, da un certo punto in poi, impone un determinato grado di separazione tra proprietà e controllo societario in quanto le risorse dei singoli proprietari-fondatori delle imprese non sono sufficienti a finanziare un'attività svolta su larga scala. Com'è noto, vi sono vari modi per finanziare l'attività d'impresa attraverso il ricorso al capitale di debito o al capitale di rischio. È proprio la sottoscrizione da parte degli investitori del capitale di rischio che porta alla separazione tra *ownership and control* che può essere parziale nel caso in cui il controllante sia anche proprietario dell'impresa e totale qualora quest'ultimo non contribuisca al finanziamento della stessa <sup>(129)</sup>. Tra gli effetti propri di questa dissociazione vi è, come già visto, il sorgere di un disallineamento di interessi tra il soggetto che detiene il controllo e i proprietari.

---

<sup>(129)</sup> La proprietà, però, non rappresenta l'unico modo per esercitare il controllo dell'impresa. Infatti, è possibile ricorrere ad altri strumenti extra-proprietari come le previsioni statutarie che limitano i diritti di voto di alcune categorie di azionisti, i patti parasociali che impongono limitazioni alla circolazione delle azioni o che vincolano i proprietari non-controllanti a non votare contro le proposte del soggetto controllante, lo strumento del gruppo piramidale, le relazioni di fiducia. Così, tra molti, così F. BARCA, op. cit., pp. 98 ss.



Nei sistemi dove prevale il ricorso al mercato del capitale di rischio, noti come *outsider system* (tipici dei mercati anglosassoni), la proprietà è ripartita tra un elevato numero di azionisti che delegano la gestione dell'impresa a *manager* specializzati ma, come più volte ribadito, rinunciano a monitorarne l'operato potendo smobilizzare piuttosto facilmente il proprio investimento grazie alla presenza di mercati molto liquidi, trasparenti ed efficienti. Con questo meccanismo l'allocazione del controllo dell'impresa è affidata direttamente al mercato che, se efficiente, è in grado di "giudicare" l'operato degli amministratori attraverso la determinazione del prezzo delle azioni delle società dagli stessi gestite.

Uno dei modi per mitigare gli *agency cost* derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo delle società è quello di concentrare la proprietà dell'impresa nelle mani di un azionista (o di una coalizione di azionisti) che, da un lato, si fa carico dei costi di monitoraggio dell'attività del *management* ma, dall'altro lato, ha il pieno controllo sull'attività gestoria. La struttura proprietaria concentrata è un modello tipico dei sistemi capitalistici *insider* (presenti in Europa continentale (<sup>130</sup>)) che, a differenza di quelli *outsider*, sono caratterizzati da un mercato illiquido che incentiva il ricorso al finanziamento tramite capitale di debito (per lo più bancario).

Nondimeno, nei sistemi caratterizzati da assetti proprietari concentrati esiste il rischio di appropriazione da parte degli azionisti controllanti dei cosiddetti "benefici privati del controllo". Questi ultimi sono

---

(<sup>130</sup>) Tra gli studi sulla struttura proprietaria delle grandi imprese europee cfr. EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, *The Separation of Ownership and Control: Survey of 7 European Countries, Preliminary Report to the European Commission*, ECGN, Brussels, 1997; R. LAPORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES-A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, in *J. Finance*, 1999, Vol. 54, pp. 471 ss; J. FRANKS-C. MAYER, *Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany and France*, documento presentato al Workshop Internazionale presso l'Istituto di Kiel, tenutosi il 13 e 14 giugno, 1994.

«l'essenza stessa della presenza di un azionista di controllo» <sup>(131)</sup>, in quanto se non esistesse la possibilità per i soggetti controllanti di appropriarsi di questa forma di utilità non condivisa con gli altri soci, gli stessi non avrebbero alcun interesse a effettuare investimenti specifici nell'impresa. Bebchuk a tal proposito afferma che, la decisione del proprietario-fondatore dell'impresa di continuare a detenere il controllo – rinunciando, per contro, a diversificare i propri investimenti – dipende proprio dalla possibilità di potersi appropriare di ingenti benefici privati <sup>(132)</sup>.

I benefici privati del controllo sono tradizionalmente identificati con quelli di natura monetaria a carattere espropriativo che comportano una sottrazione di risorse dell'impresa da parte del controllante a scapito di tutti gli altri soci.

Una parte della dottrina, però, individua accanto alla tipica categoria dei benefici privati di natura monetaria quelli di natura non monetaria <sup>(133)</sup>. A differenza dei primi, i benefici di natura non monetaria – riconducibili a elementi di carattere per lo più psicologico come il prestigio, il potere e la fama che derivano dal raggiungimento di risultati positivi nella gestione dell'impresa – sono valutati positivamente in quanto incentivano il controllante alla corretta conduzione degli affari sociali. Pertanto, l'emersione di tali benefici

---

<sup>(131)</sup> Cfr. M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: un'analisi empirica*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, p. 14.

<sup>(132)</sup> Cfr. L. A. BEBCHUK, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, 1999 reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=168990](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168990).

<sup>(133)</sup> Cfr., tra molti, M. BARKLAY-C. HOLDERNESS, *Negotiated block trades and corporate control*, in *J. Finance*, 1991, Vol. 46, pp. 861 ss.; L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, il quale distingue i cosiddetti benefici “dissipativi”, tipicamente di natura monetaria e dannosi per gli azionisti non di controllo, da quelli “non dissipativi”; O. EHRHARDT-E. NOWAK, *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)*, EFA 2003 Annual Conference Paper n.809, June 2003.

denominati «remunerativi o buoni», dovrebbe essere favorita non foss'altro perché gli stessi non comportano un utilizzo improprio delle risorse della società (<sup>134</sup>).

In ogni caso, l'esistenza dei benefici privati che si realizzano attraverso l'espropriazione di risorse della società se da un lato risulta necessaria affinché vi sia un azionista di controllo nella compagine sociale, dall'altro lato, danneggia le minoranze nel duplice senso che comporta una distrazione delle risorse economiche della società verso il controllante e l'adozione di scelte gestorie non finalizzate alla massimizzazione del valore dell'impresa. Per di più, una parte della letteratura (<sup>135</sup>), è dell'idea che il danno subito dai soci non di controllo è tanto maggiore quanto minore è la quota di capitale detenuta dall'azionista rilevante attraverso mezzi diversi – e certamente meno dispendiosi – dalla proprietà azionaria (*supra*) (<sup>136</sup>).

Da qui sorgono una serie di esigenze di tutela degli azionisti che rappresentano la minoranza azionaria contro gli eventuali abusi della maggioranza, esigenze di cui le regole di *corporate governance* devono farsi carico nei sistemi caratterizzati da assetti proprietari concentrati (<sup>137</sup>). Com'è stato osservato, un livello basso di protezione

---

(<sup>134</sup>) Così, fra molti, M. BIANCHI-M. BIANCO-S. GIACOMELLI-A. M. PACCES, S. TRENTO, *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Bologna, 2005, p. 50 ss.; A. M. PACCES, *Rethinking Corporate Governance. The law and Economics of Control Powers*, Oxon-New York, 2012.

(<sup>135</sup>) Cfr., fra molti, L.A. BEBCHUK-R. KRAAKMAN-G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual Class: The Creation and Agency Costs of Separation between Control and Cash Flow Rights*, 2000, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=147590](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147590).

(<sup>136</sup>) A tal proposito L. ENRIQUES-P. VOLPIN, *Corporate governance reform in Continental Europe*, 2007, p. 118, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=970796](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=970796), affermano che «A common measure of ownership concentration is whether one shareholder owns at least 20 percent of a company's voting rights; such a shareholder is called a "controlling shareholder"».

(<sup>137</sup>) In realtà, una parte della letteratura (Cfr. R.J. GILSON -A. SCHWARTZ, *Contracting About Private Benefits of Controls*, *Law working paper* No. 216, ECGI, 2013) è dell'idea che negli *insider system* l'obiettivo di tutelare le minoranze azionarie può essere perseguito anche attraverso la contrattualizzazione dei benefici

giuridica degli investitori comporta l'esistenza di mercati azionari meno sviluppati e, dunque, una maggiore difficoltà per le imprese di reperire capitale di rischio per finanziarsi con inevitabili conseguenze sullo sviluppo economico della realtà in cui operano (<sup>138</sup>).

A tale scopo una parte della letteratura ha individuato alcuni ambiti in cui l'intervento del legislatore può essere utile per innalzare il grado di tutela dei soci di minoranza tra i quali si annovera il rafforzamento dei poteri di «*sell, sue and say*» degli azionisti, ossia quelli relativi alla possibilità per questi soggetti di smobilizzare (*sell*) facilmente il proprio investimento (possibilità, come visto, non agevole nei mercati caratterizzati da assetti proprietari concentrati); all'opportunità di esperire azioni giudiziarie (*sue*) contro la società e i suoi amministratori per difendere i propri interessi; e, infine, alla possibilità di partecipare attivamente (*say*) all'assunzione di decisioni sociali rilevanti (<sup>139</sup>).

---

privati del controllo la cui entità diviene, pertanto, oggetto dell'accordo tra i soci di maggioranza e quelli di minoranza. Ad esempio, potrebbero essere previste regole statutarie che richiedono maggioranze qualificate per l'approvazione di quelle operazioni che comportano un rischio elevato di estrazione di benefici privati da parte del socio di maggioranza. È evidente, però, che l'ipotesi della contrattualizzazione dei benefici privati è perseguibile purché sussista un adeguato meccanismo di *enforcement* rappresentato sia da un apparato giudiziario in grado di far rispettare le previsioni contrattuali sia da un mercato in grado di valutare il comportamento del socio di controllo attraverso efficaci meccanismi reputazionali.

(<sup>138</sup>) Così, tra molti, I. J. A. DYCK-L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *J. Finance*, 2004, Vol. 59, pp. 537 ss.; R. LAPORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES-A. SHLEIFER, *What Works in Securities Laws?*, in *J. Finance*, 2006, Vol. 61, pp. 1 ss.; R. LAPORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES-A. SHLEIFER- R.W. VISHNY, *Legal Determinants of external Finance*, in *J. Finance*, 1997, Vol. 52, pp. 1131 ss.

(<sup>139</sup>) Così, L. ENRIQUES-P. VOLPIN, op. cit., pp. 125 ss., i quali, oltre allo *shareholder empowerment*, individuano altri tre ambiti di intervento del legislatore: (i) il rafforzamento degli organi endosocietari e, *in primis*, del consiglio di amministrazione il quale dovrebbe garantire un attento monitoraggio sull'operato del *top management* nell'interesse di tutti gli azionisti e non soltanto di quelli di controllo; (ii) un'intensificazione degli obblighi di trasparenza dell'informazione societaria reputata elemento necessario per permettere agli azionisti di esercitare i propri diritti (*sell, sue and say*) in maniera consapevole; (iii) l'inasprimento dell'apparato sanzionatorio pubblico per le ipotesi di condotte societarie contrarie alla legge e allo statuto.

E proprio il tema dello *shareholder empowerment* è stato oggetto di importanti riforme in materia di *corporate governance* da parte dei legislatori degli stati europei nell'ultimo ventennio; interventi che si sono resi necessari per una serie di ragioni. Anzitutto, essi sono stati posti in essere per allineare progressivamente gli ordinamenti societari nazionali al quadro regolamentare via via disegnato dal legislatore europeo (come brevemente delineato nel primo capitolo, primo paragrafo del presente lavoro); in secondo luogo, alcuni dei suddetti interventi sono stati intrapresi per via della crescente integrazione dei mercati a livello internazionale che ha innescato un meccanismo di forte competizione tra i vari paesi impegnati a creare condizioni favorevoli per attrarre capitali dall'estero; e, infine, modifiche del quadro regolamentare si sono rese necessarie a seguito dei recenti scandali finanziari che hanno imposto una rapida reazione da parte dei legislatori quantomeno per cercare di contenere gli effetti della crisi (<sup>140</sup>).

Nell'ordinamento francese, ad esempio, l'assemblea delle *société anonyme* (l'equivalente delle s.p.a. italiane) riveste un ruolo molto importante in quanto essa ha il potere di nomina e revoca degli amministratori, è chiamata a dare il suo consenso su questioni di importante rilievo strategico come la trasformazione societaria e la riduzione del capitale sociale ed è competente per l'approvazione del bilancio. Inoltre, nelle *société anonyme*, i soci sono chiamati annualmente a ratificare le operazioni poste in essere dalla società con gli azionisti che detengono una partecipazione superiore al 10% del capitale sociale nonché alcune forme di remunerazione dei *manager*. La legge francese impone, poi, delle soglie di possesso azionario relativamente basse per l'esercizio dei diritti degli azionisti di

---

(<sup>140</sup>) Id., p. 128.

minoranza (ad esempio, per richiedere la convocazione dell'assemblea straordinaria è sufficiente detenere partecipazioni che rappresentino il 5% del capitale sociale, percentuale che si abbassa fino a raggiungere l'1% qualora il capitale sociale sia superiore ai 15 milioni di euro).

In Germania, l'assemblea delle *Aktiengesellschaft o AG* (ossia delle società per azioni), pur non essendo investita del potere gestorio <sup>(141)</sup>, ha una “competenza non scritta” in presenza di operazioni che incidono sulla struttura organizzativa e finanziaria della società, competenza riconosciuta dalla giurisprudenza, però, solo in casi eccezionali per operazioni di particolare rilevanza. L'organo assembleare, inoltre, esprime il proprio parere decisivo sulle operazioni di aumento e riduzione del capitale sociale e sulla distribuzione dei dividendi. Occorre tener presente, tuttavia, che nel sistema di amministrazione e controllo tedesco (di tipo dualistico) il potere di approvare il bilancio e di nominare e revocare i componenti del consiglio di gestione e una parte dei componenti del consiglio di sorveglianza sono sottratti all'assemblea. Nondimeno, l'ordinamento societario tedesco prevede che l'atto costitutivo o il consiglio di sorveglianza debbano indicare alcune operazioni gestorie per le quali è richiesta l'approvazione da parte del consiglio di sorveglianza; in caso di mancata approvazione, è rimesso al consiglio di gestione il potere di richiedere l'intervento dell'assemblea dei soci che in tal caso delibera l'approvazione dell'operazione con la maggioranza dei tre quarti dei voti espressi. Infine, anche nel diritto societario tedesco, come in quello francese l'esercizio dei diritti delle minoranze azionarie è agevolato <sup>(142)</sup>.

---

<sup>(141)</sup> L'assemblea generale può deliberare su questioni attinenti alla gestione solo su richiesta dell'organo amministrativo, *Aktiengesetz (AktG)* del 1965, § 23, Abs. 5.

<sup>(142)</sup> Cfr. P. AGSTNER-F. BORDIGA, *Legge sulle società per azioni della repubblica federale tedesca*, Milano, 2014.

Pure in Italia, come si dirà meglio di seguito, importanti riforme legislative sono state varate al fine di rafforzare i diritti delle minoranze azionarie e di garantire un adeguato grado di protezione delle stesse (<sup>143</sup>).

Non c'è dubbio, dunque, che negli *insider system* dell'Europa continentale la regolamentazione delle ultime due decadi – sia a livello nazionale sia a livello europeo – abbia favorito lo *shareholder empowerment* e, di conseguenza, incoraggiato l'attivismo degli investitori soprattutto istituzionali cercando così di superare l'apatia razionale e di limitare l'appropriazione dei benefici privati da parte degli azionisti rilevanti.

È interessante sottolineare un altro aspetto che riguarda i più recenti interventi compiuti a livello comunitario. Infatti, il legislatore europeo negli ultimi anni si è spinto oltre rispetto al tradizionale obiettivo di favorire un coinvolgimento diretto dei soci nel governo societario delle imprese specificando le modalità attraverso cui lo stesso deve essere esercitato. Lo *shareholder activism*, inteso come superamento di quello stato di passività che normalmente caratterizza i soci delle grandi imprese quotate, non è più sufficiente essendo necessario che l'attività di monitoraggio attivo e di partecipazione al governo dell'impresa sia orientata a un orizzonte temporale di lungo periodo, sia cioè svolta nella forma dello *shareholder engagement* (<sup>144</sup>).

---

(<sup>143</sup>) Per una breve descrizione delle regole di funzionamento dei sistemi di amministrazione e controllo delle società per azioni nei principali paesi dell'Europa Continentale cfr. E. CROCI, op. cit., pp. 66 ss.; G. BOSI-S. TRENTO, op. cit., p. 236 ss.; L. ENRIQUES-P. VOLPIN, op. cit., pp. 128 ss.

(<sup>144</sup>) Nel *Green Paper on the EU corporate governance framework*, April 5, 2011, COM (2011), 164, par. 2.1. (versione ufficiale italiana), la Commissione europea afferma che «nell'accezione comunemente accolta, l'impegno attivo da parte degli azionisti si esprime in genere attraverso la sorveglianza attiva delle società, il dialogo con il consiglio di amministrazione e l'esercizio dei propri diritti di azionista, incluso, eventualmente, il diritto di voto e di cooperazione con altri azionisti al fine di migliorare il governo della società di cui detengono le azioni per favorire la creazione di valore a lungo termine».

La necessità di recuperare un'azione orientata al lungo periodo sembra essere una priorità nel disegno tracciato dal legislatore comunitario che condivide l'idea – proposta da alcuni recenti studi <sup>(145)</sup> – che vede il fenomeno dello *short termism* come una delle cause della recente crisi finanziaria <sup>(146)</sup> <sup>(147)</sup>. La Commissione europea è del parere che la «mancanza di un impegno attivo adeguato da parte degli azionisti» nel governo societario delle grandi imprese quotate derivi proprio dalla predilezione degli investitori per le politiche di breve termine che la Commissione stessa definisce “inopportune” <sup>(148)</sup>.

Secondo il legislatore europeo lo *short termism* è un fenomeno riconducibile a una serie di fattori. Anzitutto, l'innovazione tecnologica che, negli ultimi anni, ha portato allo sviluppo e alla diffusione di un'attività di negoziazione a brevissimo termine (cosiddetta ad “alta frequenza”), gestita in maniera del tutto automatizzata, ha contribuito molto ad accorciare l'orizzonte temporale di investimento. In secondo luogo, l'aumento dell'attività di intermediazione nell'investimento ha fatto emergere una serie di criticità legate alla relazione di *agency* che si instaura tra i *beneficial*

---

<sup>(145)</sup> In particolare, la Commissione nel *Green Paper on the EU corporate governance framework* fa espressamente riferimento al contributo dell'economista P. WOOLLEY, *Why are financial markets so inefficient – and a suggested remedy*, in *The Future of Finance and the theory that underpins it*, 2010 reperibile nel sito <https://harr123et.files.wordpress.com/2010/07/futureoffinance-chapter31.pdf>.

<sup>(146)</sup> In realtà, la Commissione europea (cfr. *Green Paper on the EU corporate governance framework*, April 5, 2011, COM (2011), 164, par. 2.1.) riconosce – sia pur timidamente – la possibilità che alcuni effetti positivi possano derivare da un intervento attivo orientato al breve termine (come quello dei fondi speculativi). Tale intervento, infatti, potrebbe fungere da catalizzatore di cambiamenti a livello di governo societario e uno potrebbe, nel contempo, costituire uno stimolo all'attivismo degli altri azionisti.

<sup>(147)</sup> Per un'ampia riflessione su come questa “veduta corta” – adottata non solo dai mercati e dalle imprese ma anche dai governi, delle stesse famiglie e dai singoli individui – abbia influito sulla crisi in atto cfr. T. PADOA SCHIOPPA, *La veduta corta*, Bologna, 2009.

<sup>(148)</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper on the EU corporate governance framework*, April 5, 2011, COM (2011), 164, (versione ufficiale italiana), p. 27.



*owner* e i gestori (*supra*, cap. I, § 2.2.). Questi ultimi, infatti, vengono generalmente valutati dai propri clienti in base ai risultati ottenuti nel breve periodo e, come visto, tendono ad allinearsi alle scelte di investimento effettuate dagli altri investitori sul mercato (*herd behaviour*) piuttosto che adottare delle proprie strategie; tutto ciò a scapito di un'esatta valutazione dei prezzi dei titoli azionari. Infine, anche la regolamentazione (comunitaria e nazionale) avrebbe, secondo la Commissione, favorito l'ottica di breve periodo piuttosto che l'adozione di strategie di investimento di lungo termine <sup>(149)</sup>.

L'esigenza di recuperare una «veduta lunga» nell'attività d'investimento, di andare oltre l'orizzonte temporale di breve periodo – visto come principale ostacolo allo sviluppo di sistemi di governo societario efficienti – emerge chiaramente anche dalla proposta di revisione della direttiva sui diritti degli azionisti (*supra*, cap. I, § 1) dove già nel titolo si fa espresso riferimento al “*long-term shareholder engagement*”.

In realtà, una parte della dottrina non condivide pienamente le scelte del legislatore europeo affermando che, da un lato, non si può non tener conto degli effetti positivi (calcolati al netto dell'effetto annuncio) che gli interventi orientati al breve periodo hanno avuto sull'efficienza dei sistemi di *governance* delle società quotate prese di mira e, dall'altro lato, sarebbe forse troppo rischioso riporre tutte le aspettative verso gli investitori di lungo termine che, come noto, hanno da sempre manifestato un scarso interesse per le questioni relative al governo societario a causa della mancanza di una struttura adeguata di incentivi <sup>(150)</sup>.

---

<sup>(149)</sup> Id., par. 2.2., 2.3.

<sup>(150)</sup> Cfr. M. EREDE-G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 931 ss. F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, op. cit., p. 8), invece, ritiene

## 2. Il ruolo dell'assemblea nelle *public company* americane e inglesi: diverse “regole di gioco” per uno stesso modello d'impresa a proprietà diffusa

I sistemi *outsider o market oriented* (*supra*, § 1) sono tipici dei paesi anglosassoni (Stati Uniti e Regno Unito) dove la proprietà azionaria è dispersa tra un numero estremamente grande di investitori che necessitano di un elevato livello di protezione giuridica rispetto al rischio di essere espropriati dai *manager* controllanti <sup>(151)</sup>.

Nonostante la letteratura abbia tradizionalmente considerato il sistema americano e quello inglese come appartenenti al medesimo modello capitalistico *market oriented*, studi recenti dimostrano che esistono notevoli differenze tra le due realtà in quanto, ad esempio, gli assetti proprietari delle *public company* inglesi – grazie alla significativa presenza degli investitori istituzionali nella compagine sociale e alla loro capacità di coordinarsi per esercitare i diritti di *voice* – risultano maggiormente concentrati rispetto a quelli propri delle società americane tanto da essere definiti “*semi-dispersed*” o “*partially dispersed*” <sup>(152)</sup> <sup>(153)</sup>.

---

che « il “lungo” [periodo] non possiede nessuna virtù intrinseca in grado di porlo in posizione preminente rispetto al “breve”. È solo all'interno di un piano che “lungo” e “breve” possono acquisire una valenza positiva o negativa». Secondo l'a., infatti, «il problema attuale non sembra perciò essere tanto quello della prevalenza di visioni di breve periodo, quanto quello dell'assenza di piani».

<sup>(151)</sup> Una parte della dottrina (Cfr. H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *The End of History of Corporate Law*, in J.N. GORDON-M.J. ROE (a cura di), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge-New York, 2004, pp. 33 ss.) ritiene che il modello anglosassone sia il più efficiente e, pertanto, sarebbe inevitabile una convergenza dei sistemi a proprietà concentrata verso quelli a proprietà diffusa. In realtà, la recente crisi finanziaria – che ha avuto origine proprio negli Stati Uniti – ha fatto emergere diversi profili di criticità ascrivibili al modello a proprietà diffusa (Cfr. D.M. BRANSON, *The Very Uncertain Prospect of “Global” Convergence in Corporate Governance*, in T. CLARKE (a cura di), *Theories of Corporate Governance. The Philosophical Foundation of Corporate Governance*, Oxon, 2001, pp. 259 ss.).

<sup>(152)</sup> Cfr. P. DAVIS, *Shareholder in the United Kingdom*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, pp. 355 ss. L'a., nonostante sottolinei le differenze tra il modello

Al di là dalle caratteristiche peculiari di ogni paese, l'utilizzo del termine *outsider* con riferimento al contesto anglosassone è finalizzato a sottolineare la circostanza che, in tali sistemi, il controllo sull'attività del *management* risulta sostanzialmente affidato a un soggetto esterno all'impresa – ossia al mercato di capitali – e si contrappone al termine *insider* che, invece, è utilizzato con riferimento a quei sistemi dove le imprese sviluppano i meccanismi di monitoraggio dell'attività gestoria al proprio interno.

Nei sistemi *outsider*, però, il fatto che il mercato finanziario costituisca il principale strumento di monitoraggio dell'attività svolta dagli amministratori non esclude, di per sé, che possano essere creati efficaci meccanismi di controllo interni alla società <sup>(154)</sup>. Sembra, dunque, che la conformazione del mercato finanziario così come la struttura proprietaria delle imprese non possano influenzare in maniera univoca le regole di organizzazione societaria interna. Infatti, il quadro regolamentare che disciplina il ruolo degli azionisti nelle

---

inglese e quello americano, prende atto della circostanza che, negli ultimi vent'anni, un simile processo di "ri-concentrazione" della proprietà azionaria si stia sviluppando anche nel mercato statunitense.

<sup>(153)</sup> Secondo i dati statistici pubblicati dall'Office for National Statistics nel settembre 2015 (reperibili nel sito [http://www.ons.gov.uk/ons/dcp171778\\_415334.pdf](http://www.ons.gov.uk/ons/dcp171778_415334.pdf)), gli investitori istituzionali delle società quotate inglesi detengono all'incirca il 53,8% delle azioni con diritto di voto, percentuale che è notevolmente aumentata negli ultimi anni. Infatti, nel 2010 i suddetti investitori detenevano il 43,4% mentre nel 2012 il 53,6%. Al contrario, la percentuale detenuta dalle persone fisiche è dapprima diminuita passando dal 12,8% nel 2006 al 10,2% nel 2010 e successivamente aumentata di qualche punto percentuale (nel 2014 la percentuale è dell'11,9%).

<sup>(154)</sup> Come osserva L. A. BEBCHUK, *The case for increasing shareholder power*, op. cit., pp. 847-848, «*at the level of doctrinal principles, shareholders' lack of power to initiate major corporate decisions is not an inevitable element of the legal structure of the modern corporation*». Cfr. anche S. BRUNO-E. RUGGERO, *Introduction*, in S. BRUNO-E. RUGGERO (a cura di), *Public Companies and the Role of Shareholders. National Models towards Global Integration.*, Alphen aan den Rijn (The Netherlands), 2011, pp. 5 ss.

*public company* inglesi è molto diverso da quello relativo alle *public company* americane.

A differenza di quanto si possa credere, negli Stati Uniti gli azionisti delle società quotate hanno uno scarso potere e pochissimi strumenti consentono loro di interferire sulle scelte di governo societario. La legislazione americana, sia a livello statale sia a livello federale, ha giocato un ruolo decisivo nel rafforzamento del potere dei *manager* che hanno raggiunto una posizione di supremazia assoluta nell'impresa. Al contrario, nell'ordinamento inglese, che pure riconosce appieno l'efficienza del modello manageriale, si attribuisce all'assemblea un ruolo significativo.

Negli Stati Uniti la ripartizione delle competenze tra organo gestorio e assembleare delle *corporation* è materia attribuita al legislatore statale che, nella maggior parte dei casi, usa come modello di riferimento il *Model Business Corporation Act* (MBCA) redatto dall'*American Bar Association* <sup>(155)</sup>.

Anzitutto, secondo quanto statuito dal MBCA, gli azionisti hanno il potere di nominare e revocare gli amministratori <sup>(156)</sup>. Questa rappresenta, forse, la più importante prerogativa che la legge attribuisce all'assemblea ma, a bene vedere, il concreto funzionamento del meccanismo di nomina e revoca dei membri del *board of directors* favorisce il *management* dell'impresa e i candidati dallo stesso proposti piuttosto che i soci. Infatti, per quanto concerne la nomina degli amministratori il MBCA prevede che, di norma, i componenti del consiglio di amministrazione restino in carica per un anno a meno che l'atto costitutivo non abbia adottato il sistema del cosiddetto

---

<sup>(155)</sup> Ben 24 stati americani fanno riferimento al MBCA, Cfr. L. A. BEBCHUK, id., p. 844.

<sup>(156)</sup> Cfr. § 8.03 (c) e 8.08 del MBCA.

*staggered board* <sup>(157)</sup>, ossia un meccanismo in base al quale membri del *board* non decadano tutti contestualmente ma il rinnovo delle loro cariche avviene in maniera scaglionata nel tempo <sup>(158)</sup>. È di tutta evidenza che un siffatto meccanismo se da un lato contribuisce notevolmente ad assicurare una continuità nella gestione, dall'altro lato, è un potente strumento di cristallizzazione degli assetti di controllo in capo *management*. Inoltre, la clausola dello *staggered board*, anche se considerata come contraria alle *best practices* <sup>(159)</sup>, è ampiamente diffusa negli statuti delle *corporation* americane.

Quanto alla disciplina federale in materia di nomina degli amministratori, occorre annoverare la cosiddetta regola del *proxy access* che è stata introdotta dal *Dodd-Frank Act* del 2010. La SEC, alla quale era stato demandato il compito di implementare la suddetta disciplina, ha emanato la *Rule 14-a-11* in base alla quale gli azionisti che detengono continuativamente per più di tre anni almeno il 3% delle azioni con diritto di voto possono inserire i nominativi dei propri candidati accanto a quelli proposti dai *manager*, e dunque all'interno

---

<sup>(157)</sup> Cfr. § 8.05 (b) e 8.6 del MBCA.

<sup>(158)</sup> Il consiglio di amministrazione viene suddiviso in due o tre gruppi di amministratori che scadono in momenti differenti. Ad esempio: il primo gruppo scade alla prima assemblea annuale successiva alla nomina, il secondo alla seconda assemblea e così via.

<sup>(159)</sup> Una parte della dottrina (Cfr. L.A. BEBCHUK, *Giving Shareholders a Voice*, The New York Times, 2012 reperibile nel sito [http://dealbook.nytimes.com/2012/04/19/giving-shareholders-a-voice/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2012/04/19/giving-shareholders-a-voice/?_r=0); Cfr., fra molti, L.A. BEBCHUK-A. COHEN-C.C. Y. WANG, *Staggered Boards and the Wealth of Shareholders: Evidence from Two Natural Experiments*, 2010, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1706806](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1706806); A. COHEN-C.C. Y. WANG, *How Do Staggered Boards Affect Shareholder Value? Evidence from a Natural Experiment*, 2013, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2141410](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2141410)) sostiene che i meccanismi di *staggered board* diminuiscono il valore dell'impresa. In senso contrario, cfr. M. CREMERS-S. M. SEPE, *The Shareholder Value of Empowered Boards*, 2015, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2674679](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2674679).

dei *proxy materials* distribuiti a spese della società <sup>(160)</sup>. Inoltre, gli stessi azionisti possono nominare fino al 25% degli amministratori nel *board*.

Una parte della dottrina aveva già da subito cercato di sminuire la portata innovativa delle suddette disposizioni affermando che i requisiti del possesso azionario (3%) e dell'arco temporale di detenzione (3 anni continuativi) dei titoli non fossero coerenti con le caratteristiche degli investitori attivisti (come, ad esempio, i fondi *hedge*) <sup>(161)</sup>.

A ben vedere, la *Rule 14-a-11* ha avuto vita breve: la *Business Roundtable* e la *Chamber of Commerce of United States of America* il 29 settembre 2010 hanno impugnato il provvedimento normativo dinanzi alla Corte d'Appello federale di *Washington D.C.* asserendo che la SEC non avrebbe condotto un adeguato procedimento di consultazione prima dell'emanazione della *Rule 14-a-11* e, in particolare, non avrebbe raffigurato i costi e i benefici derivanti dall'applicazione della nuova disposizione. La Corte d'Appello il 22 luglio 2011 ha accolto il ricorso e annullato la norma definendola “*arbitrary and capricious*” in quanto non giustificata da un'adeguata analisi empirica ed emanata al termine di un procedimento di consultazione in cui non è stato dato riscontro ai problemi sostanziali sollevati dai rispondenti.

---

<sup>(160)</sup> La disposizione in commento ha una portata innovativa se si considera che la disciplina federale sulla sollecitazione alle deleghe di voto è fortemente sbilanciata a favore dei *manager*. Infatti, qualora l'azione venga intrapresa dagli amministratori, tutti i costi sono posti a carico della società. Al contrario, se l'iniziativa proviene dai soci, sono questi stessi a dover sopportare gli elevati costi dell'operazione.

<sup>(161)</sup> Cfr., tra molti, M. KAHAN-E.B. ROCK, *The Insignificance of Proxy Access*, in *Va. Law Rev.*, vol. 97, 2010, pp. 1347 ss.

Tuttavia, negli ultimi anni le soglie previste dalla *Rule 14-a-11*, ormai non più in vigore, sono state autonomamente adottate dal mercato <sup>(162)</sup>.

Per quanto, invece, riguarda il potere di revoca, il MBCA prevede che l'esercizio dello stesso possa essere statutariamente subordinato alla presenza di una giusta causa <sup>(163)</sup> e, in ogni caso, per poter revocare un amministratore occorre che venga appositamente convocata un'assemblea con costi proibitivi per i soci che intendono procedere in tal senso.

Inoltre, in molte legislazioni statali (ad esempio, nel Delaware che è lo stato dove sono presenti la maggior parte delle società quotate americane), in assenza di un'espressa scelta statutaria, si applica la regola del *plurality voting* <sup>(164)</sup> per l'elezione degli amministratori. Con questo meccanismo, perché un amministratore venga eletto non occorre che lo stesso riceva il consenso da chi detiene la maggioranza delle azioni ma basta solo che egli raggiunga il numero più alto di voti, tra quelli che in concreto vengono esercitati.

Tra le competenze degli azionisti, inoltre si annoverano l'approvazione di operazioni straordinarie di fusione e scambio di azioni, adottate in base a un piano predisposto dagli amministratori <sup>(165)</sup>; la cessione dei cespiti aziendali di rilevanza significativa <sup>(166)</sup>; la

---

<sup>(162)</sup> Cfr K. KASTIEL, *Proxy Access, SEC Uncertainty and Related Issues in 2015*, HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, February 24, 2015.

<sup>(163)</sup> Cfr. § 8.08 del MBCA.

<sup>(164)</sup> Negli ultimi anni, però, lo stato del Delaware ha facilitato l'adozione della regola del *majority voting* per l'elezione dei consiglieri. F. FERRI, "Low Cost" *Shareholder Activism: A Review of the Evidence*, in C.A. HILL-B. H. McDONNELL (a cura di), *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Cheltenham UK-Northampton (MA) USA, 2012; sostiene che alla fine del 2007 all'incirca i 2/3 delle società appartenenti allo S&P 500, avevano modificato i propri statuti adottando la regola del voto a maggioranza.

<sup>(165)</sup> Cfr. 11.04 (b) del MBCA.

<sup>(166)</sup> Cfr. 12.02 (e) del MBCA.

liquidazione (<sup>167</sup>) e la modifica dello statuto e dell'atto costitutivo della società. In realtà, anche il potere dei soci di modificare i documenti costitutivi della società risulta assai compresso. Infatti, occorre ricordare che, generalmente, le legislazioni statali prevedono che per le modifiche dello statuto vi sia una competenza concorrente dell'assemblea e del consiglio di amministrazione (salvo che i documenti costitutivi della società non attribuiscano il potere in via esclusiva ai soci) (<sup>168</sup>), mentre per quelle dell'atto costitutivo è richiesto non solo il consenso del consiglio di amministrazione (in aggiunta a quello dei soci) ma anche la proposta da parte di quest'ultimo. Senza trascurare poi la circostanza che lo statuto si trova in una posizione subordinata rispetto all'atto costitutivo nella gerarchia delle fonti.

In tale contesto, un aspetto meritevole di segnalazione investe le regole applicabili alle emittenti quotate in materia di retribuzione del *management*. Com'è noto, i sistemi di retribuzione dei *manager* rivestono un ruolo centrale nelle tematiche di *governance* societaria in ragione del fatto che gli stessi costituiscono un utile strumento per allineare gli interessi degli amministratori a quelli dei soci. Se si parte da questo presupposto, allora, risulta chiara la *ratio* sottesa alle riforme legislative degli ultimi anni che hanno via via portato a un diretto coinvolgimento dei soci nel processo di approvazione delle scelte sulla remunerazione degli amministratori.

Generalmente, le legislazioni statali prevedono che i compensi degli amministratori siano determinati dallo stesso consiglio di amministrazione, salvo diversa disposizione statutaria (<sup>169</sup>). Tuttavia, già nel 2003 per le società quotate sul *New York Stock Exchange* e sul

---

(<sup>167</sup>) Cfr. 14.02 del MBCA.

(<sup>168</sup>) Cfr. 10.20 del MBCA.

(<sup>169</sup>) Cfr. 8.11 del MBCA.



*Nasdaq*, è stata prevista una competenza dei soci per l'approvazione (o per la modifica) delle politiche della società in materia di distribuzione dei compensi basati su strumenti finanziari <sup>(170)</sup>.

Ancora un passo avanti in materia di remunerazione, è stato compiuto dal legislatore federale nel 2010 con l'adozione del *Dodd-Frank Act* che ha previsto la regola del “*say on pay*” <sup>(171)</sup>, ossia un voto non vincolante dell'assemblea sul compenso dei singoli amministratori esecutivi (e sui *golden parachutes*, cioè gli accordi – presenti o futuri – sull'indennità di buonuscita da assegnare ai *manager*) che deve essere espresso almeno ogni tre anni <sup>(172)</sup>. È agevole notare la differenza in termini di efficacia tra le disposizioni del 2003 che prevedono un voto dell'assemblea solo per l'approvazione delle linee generali sull'utilizzo degli strumenti finanziari per la determinazione del compenso e la regola del *say on pay* che, invece, prevede un voto

---

<sup>(170)</sup> Cfr. Sec. 303A(8) NYSE Listed Company Model e le NASD Rules 4310(c)(17)(a) e 4320(e)(15)(a). Una parte della dottrina (Cfr. L.A. BEBCHUK-J.FRIED, *Pay without performance. The Unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge-Mass., 2004) sottolinea la modesta portata dell'intervento regolatore.

<sup>(171)</sup> La sez. 951 del *Dodd-Frank Act* ha modificato il *Securities Exchange Act* del 1934 introducendo la sez. 14 A. Inoltre, la Commissione, il 25 gennaio 2011, ha emanato il regolamento di attuazione della suddetta disposizione (Reg. No. 33-9178).

<sup>(172)</sup> Pur essendo il voto non vincolante per il *management* (che potrebbe comunque approvare i piani di remunerazione anche con il dissenso degli azionisti), lo stesso rappresenta un ottimo strumento di risonanza mediatica in grado di far emergere il dissenso degli azionisti sull'operato degli amministratori. A tal proposito A. YERGER, rappresentante del “Council of Institutional Investors” del Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Senate Report No. 111-176, p.134, ha affermato quanto segue: «[A]n annual, advisory shareowner vote on executive compensation would efficiently and effectively provide boards with useful information about whether investors view the company's compensation practices to be in shareowners' best interests. Nonbinding shareowner votes on pay would serve as a direct referendum on the decisions of the compensation committee and would offer a more targeted way to signal shareowner discontent than withholding votes from committee members. They might also induce compensation committee to be more careful about doling out rich rewards, to avoid the embarrassment of shareowner rejection on the ballot box. In addition, compensation committee looking to actively rein in executive compensation could use the results of advisory shareowner votes to stand up to excessively demanding officers or compensation consultants».

sui piani di remunerazione dei singoli amministratori ( <sup>173</sup> ) permettendo ai soci di avere piena contezza sulle scelte degli amministratori in materia e soprattutto di verificare l'allineamento tra il compenso e la *performance* dell'impresa ( <sup>174</sup> ).

Un altro elemento normativo che comporta un depotenziamento dell'organo assembleare è quello che concerne il potere di iniziativa dei soci. Secondo la dottrina ( <sup>175</sup> ), infatti, un principio fondamentale del diritto societario statunitense è che le decisioni societarie maggiormente rilevanti vengono adottate sempre su proposta dell'organo amministrativo. Nella maggior parte delle legislazioni statali, l'iniziativa dei soci è limitata alle materie di nomina e revoca degli amministratori ma, come visto, il quadro normativo che regola le suddette materie rappresenta un ostacolo invalicabile per l'azione dei soci ( <sup>176</sup> ).

Con specifico riferimento alle società quotate, però, la disciplina federale attribuisce ai soci un potere di proposta di risoluzioni da votare in assemblea nelle materie per le quali non è prevista la competenza degli azionisti. La *Rule 14 a-8* del *Securities Exchange*

---

( <sup>173</sup> ) Per un'attenta analisi sulla disciplina americana del *say on pay* cfr. S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea nella corporate governance delle società per azioni*, Padova, 2012, pp. 194 ss.

( <sup>174</sup> ) A tal proposito, occorre sottolineare che la SEC, nella sez.402(t) del Regolamento S-K, ha disciplinato nel dettaglio le modalità con cui l'informativa che accompagna la convocazione dell'assemblea deve essere fornita ai soci e ciò al fine di renderla maggiormente comprensibile e, soprattutto, comparabile con quella di altre società emittenti. Le informazioni, infatti, devono essere date in parte in forma narrativa (con l'indicazione delle scelte di *policy* e degli obiettivi che si intende raggiungere con i piani di compenso) e, in parte, in forma tabellare (con l'indicazione dei nomi e dell'ammontare dei compensi di tutti gli amministratori).

( <sup>175</sup> ) Cfr. L. A. BEBCHUK, *The case for increasing shareholder power*, op. cit., p. 836, il quale afferma che «A central and well-settled principle of U.S. corporate law is that all major corporate decisions must be initiated by the board. Shareholders may not initiate any such decisions. The only way in which shareholders can attempt to introduce a new corporate decision is by replacing incumbent directors with a new team that is expected to make such a change». Cfr. anche, AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 2nd ed., Oxford, 2009, pp. 74 e 186 ss.

( <sup>176</sup> ) Cfr. § 7.02 del MBCA.

*Act* prevede che possono presentare la suddetta proposta <sup>(177)</sup> i soci che hanno detenuto continuativamente per almeno un anno (fino alla data dell'assemblea) azioni con diritto di voto il cui valore è almeno pari a \$ 2.000 oppure all'1% del capitale sociale.

La proposta, però, non è vincolante per il consiglio di amministrazione e ciò anche nel caso in cui la stessa arrivi a ottenere la maggioranza dei voti in assemblea. Senza considerare, poi, che la società può legittimamente richiedere alla SEC di rifiutare la proposta – anche prima che la stessa sia sottoposta al vaglio dell'assemblea – per mancanza dei requisiti richiesti per legge <sup>(178)</sup>.

Non vi è dubbio, allora, che un sistema così delineato – sopra richiamato solo nei suoi tratti essenziali – favorisca la posizione del *management* piuttosto che quella degli azionisti.

A differenza di quello americano, il quadro normativo in Gran Bretagna è orientato a incentivare lo *shareholder engagement*.

Le *public company* inglesi sono disciplinate da una serie di versioni del *Companies Act* (CA) (di cui l'ultima risale al 2006) che si sono succedute nel tempo e da altri atti normativi tra cui il *Company Director Disqualification Act*, il *Financial Services and Market Act*, il *Banking Act* e l'*Insoveny Act*. Inoltre, nell'ordinamento inglese hanno assunto un ruolo fondamentale le fonti di autoregolamentazione come lo *UK Stewardship Code* lo *UK Corporate Governance Code* (*supra*, cap. 1, § 1).

Nel diritto societario britannico il riparto di competenze tra l'organo gestorio e quello assembleare è sostanzialmente lasciato all'autonomia statutaria in quanto la legge si limita a elencare solo alcune

---

<sup>(177)</sup> La proposta è accompagnata da una relazione esplicativa (di non oltre 500 parole) ed è distribuita nel materiale predisposto dalla società per l'assemblea annuale.

<sup>(178)</sup> Come osserva E. CROCI, op. cit. p. 30, la SEC, a partire dal 1992 ha adottato un'interpretazione restrittiva rispetto alle richieste di esclusione provenienti dalle società, agevolando in questo modo la *voice* degli azionisti.

competenze che inderogabilmente sono attribuite ai soci <sup>(179)</sup>. Lo statuto, dunque, potrebbe attribuire una parte o tutti i poteri di gestione tanto all'assemblea quanto agli amministratori e, in quest'ultimo caso «*the directors' authority is derived from the shareholders through a process of delegation via the articles and not from a separate and free-standing grant of authority from the State*» <sup>(180)</sup>. Il fatto che il potere degli amministratori tragga origine direttamente dallo statuto consente ai soci di modificarne l'ampiezza con una decisione che non trova alcun limite nella legge se non quello relativo alle procedure previste per le modificazioni dello statuto.

Nella prassi statutaria, però, il *board of directors* ha una competenza generale in materia gestoria, eccezion fatta per quelle materie espressamente attribuite all'assemblea dallo statuto e dalla legge.

Per quanto concerne le competenze legali, il *Company Act* del 2006 dispone che l'assemblea sia inderogabilmente competente per: la revoca (ma non necessariamente per la nomina) degli amministratori <sup>(181)</sup>; la nomina e la revoca dei revisori e la determinazione del loro compenso <sup>(182)</sup>; l'autorizzazione di specifiche operazioni rispetto alle quali gli amministratori possono avere un interesse in conflitto <sup>(183)</sup>; le modifiche allo statuto sociale che richiedono una maggioranza molto elevata (ma, a differenza della legislazione americana, non è previsto alcun "filtro" preventivo da parte del consiglio di amministrazione) <sup>(184)</sup> <sup>(185)</sup>; l'autorizzazione alle donazioni fatte ai partiti o alle

---

<sup>(179)</sup> Cfr. P. DAVIS-S. WORTHINGTON, *Principles of Modern Company Law*, London, 2012, p. 385.

<sup>(180)</sup> Id., p. 384.

<sup>(181)</sup> Cfr. Sezz. 160 e 168 del CA 2006.

<sup>(182)</sup> Cfr. Sezz. 489(4), 492 e 510 del CA 2006.

<sup>(183)</sup> Cfr. Sezz. 188 ss. del CA 2006.

<sup>(184)</sup> Cfr. Sez. 21 del CA 2006.

<sup>(185)</sup> Secondo una parte della dottrina (Cfr. M. BECHT- J.R. FRANKS-C. MAYER-S. ROSSI, *Return to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*, in *Rev. Financ. Stud.*, 2009, Vol. 22, pp. 3093 ss.) la

organizzazioni politiche <sup>(186)</sup> <sup>(187)</sup>. Ulteriori competenze sono poi attribuite all'assemblea delle società quotate. Infatti, le *Listing Rules* adottate dalla *UK Listing Authority* prevedono che l'assemblea debba approvare le *larger transaction* – ossia le operazioni maggiormente rilevanti individuate tramite un criterio quantitativo – <sup>(188)</sup> e le operazioni con parti correlate. Inoltre, è richiesto ai soci un voto vincolante sulla relazione sui compensi degli amministratori (*directors' remuneration report*) ogni tre anni <sup>(189)</sup> e un voto consultivo sui compensi da corrispondere ai singoli amministratori ogni anno.

Tra le competenze legali degli azionisti non vi è la nomina degli amministratori, tantomeno il *Company Act* del 2006 pone limiti alla durata della loro carica <sup>(190)</sup>. L'attribuzione all'autonomia statutaria della disciplina del fondamentale potere di nomina degli amministratori, a dire il vero, non rappresenta un pericolo per i soci – che potrebbero vedersi sottratta questa importante prerogativa <sup>(191)</sup> –

---

disciplina relativa al potere di modifica degli statuti societari costituisce una delle differenze fondamentali tra il diritto statunitense e quello britannico.

<sup>(186)</sup> Cfr. Sez. 366 del CA 2006.

<sup>(187)</sup> Rispetto al diritto societario statunitense, quello inglese (così come quello dei paesi dell'Europa continentale) attribuisce agli azionisti un potere di veto rispetto a un numero elevato di operazioni. Così R. KRAAKMAN-J.ARMOUR-P.DAVIS-L.ENRIQUES-H. HANSMAN-G. HERTING-K. HOPT-H. KANDA-E. ROCK, op. cit., pp. 74 ss.

<sup>(188)</sup> Cfr. *Listing Rules* 10.1.2. e 10.1.4.

<sup>(189)</sup> L'*Enterprise and Regulatory Reform Act* del 2013 ha modificato, tra l'altro, la sez. 439 del CA del 2006 che nella precedente versione prevedeva un voto non vincolante dell'assemblea sul *directors' remuneration report* (redatto dagli amministratori ai sensi delle sez. 420 ss. del CA del 2006). Per alcuni commenti sulla riforma Cfr. P. DAVIS, UNITED KINGDOM, in P. DAVIS-K. HOPT-R-NOWAK-G.VAN SOLINGE (a cura di), *Corporate Boards in Law and Practice*, Oxford, 2013, pp. 713 ss.; R. S. THOMAS-C.VAN DER ELST, *Say on Pay Around the World*, 2015, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2401761](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2401761).

<sup>(190)</sup> Anche se attualmente lo *UK Corporate Governance Code* raccomanda di eleggere annualmente gli amministratori delle società quotate.

<sup>(191)</sup> Anche se, nella prassi, gli statuti delle *public company* quotate attribuiscono alla competenza dell'assemblea la nomina degli amministratori, il ruolo degli azionisti può dirsi – come nell'ordinamento statunitense – limitato alla ratifica dei nominativi proposti dal *board*.

se si pensa al regime previsto per la revoca che, nelle società inglesi, è in grado garantire un'efficace opposizione degli azionisti rispetto all'operato del *management*. Infatti, il *Company Act* del 2006 dispone che la revoca degli amministratori sia deliberata a maggioranza semplice e possa essere richiesta anche in assenza di una giusta causa <sup>(192)</sup>.

Più ampi e articolati rispetto al diritto societario statunitense sono, poi, i poteri di iniziativa dei soci delle *public company* inglesi.

Il testo del 2006 del *Company Act* prevede, anzitutto, che l'assemblea possa essere convocata da una minoranza qualificata di azionisti che rappresentino almeno il 5% del capitale sociale avente diritto al voto <sup>(193)</sup>. La richiesta di convocazione, inviata agli amministratori (che, in presenza dei presupposti di legge, hanno l'obbligo di procedere), deve in ogni caso indicare la “*general nature of the business*” delle materie da trattare ma non necessariamente deve essere corredata dal testo della delibera. Inoltre, i costi del procedimento sono posti a carico della società e non dei soci richiedenti.

In secondo luogo, qualora l'assemblea annuale fosse stata già convocata dagli amministratori, gli azionisti che rappresentano il 5% del capitale sociale avente diritto al voto potrebbero, nel rispetto dei requisiti di ordine procedurale previsti per legge, richiedere alla società di diffondere tra tutti i soci la proposta di delibera che essi

---

<sup>(192)</sup> Cfr. P. DAVIS-S. WORTHINGTON, op. cit., pp. 410 e 411. L'a. sostiene che «*this is a very strong provision. It means that the notion of a term of office for a director has little meaning. The articles may in fact provide that director shall be appointed for three years at a time and things may be carefully arranged so that no more than one third of the board comes up for election in any one year, but these provision cannot be relied upon because the shareholders may intervene in any time to secure a removal. It means also that there is little point in the board securing the appointment of a director over the vigorous opposition of the shareholders, since this may simply provoke them to remove those of whom they disapprove*».

<sup>(193)</sup> Cfr. Sez. 303 del CA 2006.

intendono adottare <sup>(194)</sup>. In questo caso, i costi sarebbero a carico della società a condizione che la richiesta pervenga alla stessa prima della fine dell'esercizio sociale <sup>(195)</sup> <sup>(196)</sup>.

Un'altra importante previsione è quella che consente ai soci (alle stesse condizioni previste dalla sez. 338 del CA del 2006) di richiedere alla società di distribuire tra tutti gli azionisti chiamati a partecipare all'assemblea un testo di non più di 1.000 parole con il quale gli stessi espongono la propria posizione rispetto alle materie oggetto di discussione assembleare <sup>(197)</sup>.

Inoltre, per quanto concerne le società quotate, il recepimento della *DSHR* ha ampliato molto i poteri di *voice* dei soci, soprattutto sul piano procedimentale, facilitandone la partecipazione assembleare e incoraggiando, di conseguenza, lo *shareholder activism* <sup>(198)</sup>.

In tale contesto è utile segnalare, infine, alcune previsioni del modello suppletivo di statuto allegato al *Company Act* del 2006 <sup>(199)</sup> che sembra considerare fondamentale il ruolo dell'assemblea dei soci nel governo delle società. Infatti, il suddetto modello, da un lato, attribuisce una generale responsabilità per la gestione sociale agli amministratori nonché ogni potere a tal fine necessario <sup>(200)</sup> e, dall'altro lato, prevede una "riserva di potere" in capo agli azionisti che, attraverso l'adozione di una "*special resolution*", possono

---

<sup>(194)</sup> Cfr. Sez. 338 del CA 2006.

<sup>(195)</sup> Cfr. Sez. 340 del CA 2006.

<sup>(196)</sup> In entrambi i casi previsti dalle sezz. 303 e 338 del CA 2006, la proposta di delibera deve essere "*may properly be moved at meeting*", ossia non deve essere diffamatoria, vessatoria o futile, né tantomeno inefficace qualora venisse approvata (sezz. 303 (5) e 338 (2) del CA 2006).

<sup>(197)</sup> Cfr. Sez. 315 del CA 2006.

<sup>(198)</sup> Si pensi, ad esempio, al diritto di porre domande sulle materie all'ordine del giorno (Sez. 319 A (2) del CA 2006), il diritto di richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno (Sez. 338 A del CA 2006), ecc.

<sup>(199)</sup> I modelli suppletivi di statuto allegati ai *Company Act* costituiscono un insieme di regole di *default* che si applicano automaticamente in caso di lacuna dello statuto societario.

<sup>(200)</sup> Cfr. The Companies (Model Articles) Regulation 2008 (S.I.N. 3229/2008), Part 2, Sec. 3.

influenzare le scelte dei *manager* imponendo agli stessi di compiere (o di astenersi dal compiere) determinate attività <sup>(201)</sup>. Tali delibere speciali sono vincolanti per gli amministratori salvo che le stesse non siano illecite o contrarie ai loro obblighi generali.

La dottrina più attenta <sup>(202)</sup>, ha subito posto in rilievo come la “*special resolution*” debba essere adottata con lo stesso *quorum* previsto per le modifiche statutarie qualora le istruzioni date al *board* sconfinino nella sfera di competenze a esso statutariamente attribuite. È pur vero, però, che un *quorum* così elevato è un ostacolo solo apparente se si considera che gli amministratori possono, in ogni caso, essere revocati con una delibera ordinaria adottata a maggioranza semplice.

In definitiva, dalle considerazioni sopra svolte senza alcuna pretesa di completezza, sembra che l’ordinamento inglese tenda a promuovere fortemente una partecipazione attiva degli azionisti nella *governance* dell’impresa mentre quello americano <sup>(203)</sup>, nonostante le iniziative legislative degli ultimi anni, è ancora molto lontano dalle logiche che sono alla base dei cosiddetti sistemi *shareholder friendly*, e ciò pur se caratterizzati dal denominatore comune dell’appartenenza a un sistema capitalistico molto simile.

---

<sup>(201)</sup> Id, Sec. 4.

<sup>(202)</sup> Cfr. P. DAVIS, *Shareholder in the United Kingdom*, op cit., p. 367; P. DAVIS-S. WORTHINGTON, op. cit. pp. 389-390.

<sup>(203)</sup> Una parte della dottrina anglosassone (A. DIGNAM, *The Future of Shareholder Democracy in the Shadow of Financial Crisis*, in *Seattle U. L. Rev.*, 2013, Vol. 36, pp. 639 ss.) è contraria allo *shareholder empowerment* e sottolinea la necessità di restituire la centralità al *board of director*.



## Capitolo III

### L'evoluzione del ruolo degli azionisti nelle s.p.a. italiane

SOMMARIO: 1. L'assemblea nel codice di commercio; il concetto di democrazia azionaria. 2. Il processo di ridimensionamento del ruolo dell'assemblea. 2.1. Il codice civile del 1942: i confini incerti nel riparto di competenze in materia di gestione tra l'assemblea e l'organo amministrativo. I dubbi interpretativi in relazione all'art. 2364, comma 1, n. 4, c.c. 2.2. La Legge n. 216/1974. Il riconoscimento dell'azionista investitore. 2.3. Il d.lgs. n. 58/1998: la riforma delle società per azioni quotate. 2.4. La riforma del diritto societario del 2003. 2.4.1. Le ragioni della riforma: il recupero di efficienza nella gestione. 2.4.2. I margini di intervento dell'assemblea nella gestione sociale. 2.4.2.1. Le competenze legali espresse, l'autorizzazione *ex lege* e il problema delle competenze "implicite". 2.4.2.2. Autorizzazione statutaria *ex art.* 2364, comma 1, n. 5, c.c. e raccomandazioni non vincolanti dell'assemblea agli amministratori. 3. La legge sulla tutela del risparmio del 2005. 4. La rivitalizzazione del ruolo dell'assemblea: un'inversione di tendenza del legislatore europeo e nazionale. Il recepimento in Italia della direttiva 36/2007/CE. 5 Ulteriori interventi finalizzati a rivalutare il ruolo dell'assemblea.

#### 1. L'assemblea nel codice di commercio del 1882: il concetto di democrazia azionaria

L'idea che nella società per azioni l'assemblea fosse *l'organo sovrano* e che gli amministratori fossero semplici mandatari dei soci era alla base della concezione tradizionale dell'impresa del XIX secolo.

Tuttavia, l'evoluzione della realtà economica – che, come visto, nel XX secolo ha portato all'avvento della grande impresa – ha imposto l'adozione di soluzioni normative che hanno gradualmente ribaltato il rapporto tra l'organo assembleare e quello gestorio.

Anche in Italia, in linea con le legislazioni dei principali paesi a capitalismo avanzato, l'evoluzione del quadro normativo è andata nel senso di un graduale accrescimento dei poteri degli amministratori a discapito dell'assemblea che ha visto via via ridursi le proprie competenze, attualmente circoscritte a una serie di prerogative essenziali. Anche nel nostro ordinamento, dunque, era diffusa la

convinzione, legata alla teoria della “democrazia azionaria” <sup>(204)</sup>, che l’assemblea fosse in principio «organo supremo della volontà sociale» <sup>(205)</sup>.

Prima dell’introduzione del codice civile del 1942, la ripartizione legale di competenze tra gli organi delle cosiddette società anonime <sup>(206)</sup> era disciplinata del codice di commercio del 1882.

Il dibattito sul riparto delle competenze tra gli amministratori e i soci in vigore del suddetto codice, ruotava attorno all’interpretazione di alcune disposizioni.

In primo luogo, dal combinato disposto degli artt. 154 e 155 cod. comm. si desumeva un potere pressoché illimitato dell’assemblea di deliberare su qualsiasi materia attinente alla gestione purché la stessa fosse indicata nell’ordine del giorno <sup>(207)</sup>.

In secondo luogo, l’art. 121 cod. comm. qualificava gli amministratori come “mandatari” dei soci sottolineando, dunque, il vincolo di subordinazione rispetto alla volontà assembleare. Inoltre, l’art. 122 cod. comm. stabiliva la regola secondo la quale gli amministratori «non po[tessero] fare altre operazioni che quelle espressamente

---

<sup>(204)</sup> In realtà, nel nostro ordinamento, la formula “democrazia azionaria” è utilizzata in due diverse accezioni. Da un lato può far riferimento al metodo collegiale di formazione della volontà sociale che, in ragione della sua articolazione – nelle diverse fasi di convocazione, di discussione, di decisione a maggioranza e di verbalizzazione – consente ai soci di esprimere il proprio convincimento rispetto alle decisioni sociali. Da un altro lato, essa si riferisce al ruolo svolto dall’assemblea, considerata sovrana all’interno della struttura organizzativa della società e sovraordinata rispetto agli altri organi sociali. Cfr., fra molti, G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958, pp. 95 ss.

<sup>(205)</sup> Cfr. C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1912, p. 283.

<sup>(206)</sup> Id., p. 191. L’a. afferma che le società anonime, «costituite con grandi capitali e per lunga durata, possono assumere le imprese più aleatorie e più ingenti, dividendone i rischi sovra un grande numero di interessati e una lunga serie di esercizi».

<sup>(207)</sup> Le disposizioni in commento, infatti, oltre a elencare le materie di competenza dell’assemblea ordinaria (discussione, approvazione o modificazione del bilancio, sostituzione degli amministratori, nomina dei sindaci e determinazione del compenso), disponevano che la stessa potesse deliberare su «altri oggetti posti all’ordine del giorno».

menzionate nell'atto costitutivo». Proprio quest'ultima disposizione ha destato notevoli perplessità, determinando il sorgere di correnti di pensiero contrapposte. Una parte della dottrina, coerentemente con il dato letterale, riconosceva agli amministratori il potere di compiere esclusivamente le operazioni di gestione indicate nell'atto costitutivo (<sup>208</sup>). Al contrario, c'era chi sosteneva che agli amministratori potessero compiere tutti gli atti di gestione rientranti nell'oggetto sociale (<sup>209</sup>). Alla base della volontà di riconoscere agli amministratori competenze maggiori di quelle espressamente previste dallo statuto vi era la convinzione che, nelle società di grandi dimensioni, l'assemblea fosse un organo incapace di gestire autonomamente gli affari sociali, semmai in grado di intervenire nella fase conclusiva delle operazioni maggiormente rilevanti poste in essere dagli amministratori (come nel caso di approvazione del bilancio) o in una fase successiva ed eventuale di verifica dell'attività svolta dagli altri organi sociali (come nel caso dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori e dei sindaci) (<sup>210</sup>).

Un altro orientamento dottrinario, pur riconoscendo la necessità di andare oltre la sfera di competenze espressamente previste dallo statuto, si soffermava a sottolineare l'esigenza di limitare l'intervento degli amministratori al compimento degli atti che non comportavano

---

(<sup>208</sup>) Cfr. A. SRAFFA, *Compromessi e società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1912, I, p. 371 ss; A. MARGHERI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di commercio commentato*, IV, Torino, 1929, p. 315; G. PATERI, *La società anonima*, Torino, 1890, p. 229.

(<sup>209</sup>) Cfr. SALANDRA, voce "*Società commerciali*", in *Nuovo Digesto it.*, XII, Torino, 1940, pp. 430 ss. Cfr. anche C. VIVANTE, op. cit., pp. 381 ss.; G. FRÈ, *L'organo amministrativo nelle società anonime*, Roma, 1938, p. 154 ss. Peraltro, questi ultimi due a.a. – anticipando la concezione moderna del rapporto soci-amministratori – sottolineavano che le funzioni gestorie attribuite agli amministratori dovevano considerarsi di carattere originario in quanto trovavano la propria fonte nella legge.

(<sup>210</sup>) Cfr. C. VIVANTE, op. cit., pp. 381 ss.

una sostanziale modifica della struttura organizzativa e finanziaria della società <sup>(211)</sup>.

Al di là del dibattito sull'ampiezza dei poteri riconosciuti all'organo amministrativo, certamente la gestione della società non poteva essere considerata una prerogativa esclusiva degli amministratori in quanto il potere di ingerenza dell'assemblea nell'attività di questi ultimi era molto ampio, considerata la qualificazione del rapporto intercorrente tra i due organi in termini di mandato. Infatti, era opinione pacifica in dottrina e in giurisprudenza che i soci avessero il potere di imporre istruzioni vincolanti o il compimento di determinate operazioni agli amministratori o vietare l'esecuzione di talune delibere consiliari.

Gli amministratori, dal canto loro, dovevano eseguire gli obblighi derivanti dal mandato opponendosi, però, all'esecuzione di istruzioni o deliberazioni assembleari contrarie alla legge e allo statuto per evitare l'insorgere – anche in capo agli stessi – di una responsabilità civile e penale <sup>(212)</sup>.

Non c'è dubbio, allora, che nel modello democratico della società anonima l'assemblea avesse un forte potere di ingerenza nella gestione e potesse modificare le competenze dell'organo amministrativo in modo pressoché arbitrario considerato anche il fatto che non esisteva una sfera di competenze minima inderogabilmente attribuita dalla legge agli amministratori.

---

<sup>(211)</sup> Cfr. A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in Codice di commercio commentato, Torino, 1938, pp. 224 ss.

<sup>(212)</sup> Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, op. cit., p. 99. L'a. afferma che «l'autonomia degli amministratori si manifesta, quindi, nella resistenza alle deliberazioni illegittime la cui esecuzione possa dare luogo ad una responsabilità civile o penale. Si viene a delineare, in tal modo, anche un ambito di competenza esclusiva che attiene alla fase esecutiva delle decisioni amministrative e che vede l'amministratore investito del potere-dovere di operare un vero e proprio sindacato di legittimità delle deliberazioni sociali che addirittura lo colloca nel ruolo di garante del rispetto della legge».

## **2. Il processo di ridimensionamento del ruolo dell'assemblea**

### **2.1. Il codice civile del 1942: i confini incerti nel riparto di competenze in materia di gestione tra l'assemblea e l'organo amministrativo. I dubbi interpretativi in relazione all'art. 2364, comma 1, n. 4, c.c.**

Lo sviluppo della grande impresa azionaria, come visto, ha comportato un progressivo ridimensionamento del ruolo gestorio dei soci e un corrispettivo aumento della libertà d'azione dell'organo amministrativo funzionale a garantire maggiore efficienza e stabilità negli affari sociali.

Com'è stato osservato, «con l'abbandono della sovranità assembleare si è legislativamente assecondata la vocazione autoritaria del capitalismo, la sua insofferenza per le forme di democrazia assembleare, il suo culto dell'efficienza, della rapidità delle decisioni, la sua aspirazione ad una sempre maggiore libertà di azione» <sup>(213)</sup>.

Il codice civile del 1942, con l'introduzione dell'art. 2364 ha cristallizzato questa idea alla base del mutato contesto economico, privando l'assemblea del generale potere di gestione e riservando alla stessa il compimento degli atti espressamente previsti dalla legge o dall'atto costitutivo <sup>(214)</sup>. In particolare, la disposizione in commento,

---

<sup>(213)</sup> Cfr. F. GALGANO, *La istituzioni dell'economia capitalistica*, Bologna, 1977, p. 91.

<sup>(214)</sup> La dottrina e la legislazione tedesca ebbero una notevole influenza nell'elaborazione della riforma del codice di commercio del 1882. Infatti, com'è stato osservato (cfr. V. CALANDRA BUONAURA, op. cit., p. 104), la formulazione dell'art. 2364, n. 4, c.c. – il cui contenuto rappresentava un'assoluta novità per il nostro ordinamento – appare molto simile al § 103 Abs. 2 AktG, introdotto qualche anno prima nell'ordinamento tedesco. Nondimeno, una parte della dottrina (Cfr. P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nelle società per azioni. Profili organizzativi*, Milano 1975, p. 22 ss.) sottolinea come la riforma delle società tedesca del 1937 sia stata profondamente influenzata dalle idee elaborate nel ventennio precedente da Rathenau il quale riteneva che un adeguato grado di indipendenza degli amministratori dagli azionisti fosse necessario per garantire una gestione degli affari

accanto all'elencazione di una serie di materie attribuite alla competenza dell'assemblea (approvazione del bilancio, nomina degli amministratori, dei sindaci e del presidente del collegio sindacale, determinazione del loro compenso e azione di responsabilità nei loro confronti), introduceva una norma di chiusura che circoscriveva il potere dei soci a deliberare «sugli altri oggetti attinenti alla gestione della società riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo, o sottoposti al suo esame dagli amministratori». Al contrario, la competenza dell'organo amministrativo era di carattere generale in quanto riguardava il compimento di tutti gli atti di gestione che rientrassero nell'oggetto sociale che non fossero espressamente attribuiti ad altri organi sociali.

In realtà, il codice civile in vigore nel 1942 non conteneva alcuna disposizione che sancisse espressamente una riserva di attribuzione del potere gestorio in capo agli amministratori. Secondo la dottrina più attenta, però, l'ambito delle competenze riservate all'organo amministrativo era implicitamente desumibile dal combinato disposto dell'art. 2364, comma 1, n. 4, c.c., sopra richiamato, e dell'art. 2384 c.c. che stabilivano che gli amministratori dotati del potere di rappresentanza della società potessero compiere tutti gli atti rientranti nell'oggetto sociale, salvo le limitazioni previste dalla legge o dall'atto costitutivo <sup>(215)</sup>.

---

sociali rapida ed efficiente (Cfr. W. RATHENAU, *La realtà della società per azioni. Riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 912 ss.).

<sup>(215)</sup> Cfr., fra molti, G.B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2006, pp. 5 ss.; M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle s.p.a.*, vol. I, Torino, 2004, pp. 60 ss.; M. AIELLO, *Gli amministratori di società per azioni*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, 16, VI, Torino, 2013, pp. 3 ss.

Pareva, dunque, che la gestione sociale potesse essere in un certo qual modo condivisa – in maniera più o meno ampia a seconda delle scelte statutarie – dagli organi amministrativo e assembleare.

L'impianto normativo predisposto dal legislatore del '42, però, è stato oggetto di un ampio dibattito dottrinale e giurisprudenziale che ha visto contrapporsi due differenti linee di pensiero <sup>(216)</sup>. Una parte della dottrina, ponendosi in sostanziale continuità con il modello organizzativo di democrazia azionaria previgente, si opponeva all'idea di considerare l'attività gestoria una prerogativa esclusiva degli amministratori e riconosceva il carattere vincolante delle istruzioni e delle direttive relative alla gestione della società impartite dall'assemblea all'organo amministrativo. Inoltre, all'interno di questo filone di pensiero si era sviluppato un orientamento che, interpretando in maniera ancor più restrittiva il ruolo degli amministratori, riconosceva l'esistenza in capo a essi di un generale dovere di sottoporre all'approvazione assembleare tutte quelle decisioni gestorie che comportassero una sostanziale modifica della struttura organizzativa e finanziaria della società (cosiddette *decisioni di interesse primordiale*) <sup>(217)</sup>.

Al contrario, altra parte della dottrina era dell'idea che il legislatore del '42 avesse operato un taglio netto rispetto al precedente quadro normativo mediante l'attribuzione in via esclusiva delle prerogative gestorie in capo agli amministratori. In tal caso, l'assemblea non poteva ingerirsi nelle operazioni di competenza dell'organo gestorio, semmai sarebbe potuta intervenire condividendo con gli

---

<sup>(216)</sup> Per riferimenti all'uno e all'altro orientamento dottrinale cfr. R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, pp. 21 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, 2002, pp. 369 ss.; F. BONELLI, *Le direttive dell'assemblea agli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1984, I, p. 5 ss.

<sup>(217)</sup> Cfr., A. DE GREGORIO, op. cit., pp. 293 ss.; G. FERRI, *Le società*, in F. VASSALLI (diretto da), *Trattato di diritto civile*, Torino, 1971, p. 508.

amministratori la propria posizione rispetto alle questioni sociali attraverso pareri di carattere non vincolante.

I fautori di questo secondo orientamento ritenevano, peraltro, che la riforma avesse operato uno spostamento del baricentro decisionale verso l'organo amministrativo senza, però, espropriare del tutto l'assemblea del potere intervenire nel governo della società ma riservando alla stessa la competenza per gli atti fondamentali scelti dal legislatore (o dallo statuto) tra quelli in grado di incidere sui diritti connessi alla partecipazione sociale <sup>(218)</sup>. A tal proposito, Calandra Buonauro, descrivendo il passaggio dalla disciplina del codice del commercio del 1882 al codice civile del 1942 ha affermato che «mentre in passato l'assemblea godeva di una competenza generale, sovraordinata e “concorrente” con quella degli amministratori, nel sistema attuale essa è investita di attribuzioni specifiche e limitate, al di fuori delle quali non può validamente interferire sulle decisioni dell'organo amministrativo» <sup>(219)</sup>.

Com'è noto, poi, l'art. 2364, comma 1, n. 4, c.c. poneva ulteriori questioni interpretative che riguardavano tanto l'esistenza o meno di limiti alla derogabilità statutaria delle competenze gestorie degli amministratori a favore dell'assemblea <sup>(220)</sup> quanto la responsabilità per le decisioni di gestione laddove gli amministratori avessero

---

<sup>(218)</sup> Cfr., fra molti, F.GALGANO, *La società per azioni*, Padova, 1988, p. 5 ss.

<sup>(219)</sup> Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, op. cit., p. 113.

<sup>(220)</sup> La gran parte della dottrina riteneva che la facoltà degli statuti di attribuire competenze gestorie in capo ai soci incontrasse un limite invalicabile nella “gestione corrente” che fosse in ogni caso una prerogativa dell'organo gestorio; così cfr. V. CALANDRA BUONAURA, op. cit., p. 311 ss.; Id., *Potere di gestione e potere di rappresentanza degli amministratori*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, v. IV, Torino 1991, p. 119 ss. Invece, una parte minoritaria della dottrina (Cfr. G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, pp. 224 ss.; P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nelle società per azioni*, op. cit., pp. 45 ss; il quale, però, in un secondo momento (ne *L'assemblea: competenza*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, v. III, Torino 1994, p. 31 ss.) aderiva all'orientamento maggioritario che ammetteva la possibilità di una devoluzione integrale per via statutaria delle competenze gestorie in capo all'assemblea.



richiesto l'intervento dell'assemblea e l'esistenza di un potere discrezionale in capo agli amministratori di dare o meno esecuzione alle delibere in materia di gestione adottate dall'assemblea ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 4, c.c. <sup>(221)</sup>).

## **2.2. La legge n. 216/1974. Il riconoscimento dell'azionista investitore**

Il modello organizzativo disegnato dal legislatore del '42 sembrava ritagliato sulle specifiche esigenze della "piccola società per azioni", caratterizzata da un numero relativamente esiguo di soci interessati all'esercizio dell'attività d'impresa e forniti di strumenti per incidere efficacemente sulla gestione societaria, ma era un modello irrimediabilmente lontano dalle esigenze di efficienza e celerità dei processi decisionali proprie della grande impresa azionaria che fa appello al pubblico risparmio <sup>(222)</sup>.

Anche in Italia, lo sviluppo della grande impresa aveva condotto al fenomeno della separazione tra la proprietà azionaria e il potere di

---

(<sup>221</sup>) Secondo una parte della dottrina (cfr. P. ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, op. cit., p. 43.), le delibere assembleari in materia di gestione comportano un obbligo di esecuzione in capo agli amministratori, obbligo che viene meno solo nel caso in cui dall'esecuzione della decisione derivi una responsabilità degli amministratori verso l'esterno. A tal proposito, G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nelle società per azioni*, op. cit., pp. 102-103, sottolinea «sembra ingiustificato pensare che la legge da un lato riconosca all'autonomia societaria la possibilità di ampliare la sfera delle competenze assembleari, e dall'altro lato la svuoti di un effettivo contenuto» attribuendo agli amministratori la discrezionalità nella scelta di eseguire o meno le delibere assembleari. Al contrario, F. BONELLI, op. cit., pp. 5 ss., sostiene che gli amministratori non siano obbligati a eseguire le delibere dei soci.

(<sup>222</sup>) Cfr. G.D. MOSCO, *Dove si forma la volontà sociale? Il ruolo dell'assemblea nelle società per azioni*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 145, il quale afferma che la concezione delle s.p.a. nel codice del '42 è «vetero-capitalista, volta a registrare l'assetto di interessi definito dai soci e a tutelare i creditori, non a garantire un governo efficiente e dinamico dell'impresa che incentivi la raccolta di capitale di rischio».

direzione della società<sup>(223)</sup>, fenomeno che, però, finiva per «tradursi nella mancanza di quel parallelismo tra potere e rischio, che invece costituisce sostanzialmente la premessa della nostra disciplina, imperniata sulla ipotesi, ormai irrealistica nelle grandi società con azioni diffuse nel pubblico, che il gruppo di controllo simultaneamente detenga la maggioranza del capitale e che alla misura del potere esercitato dal gruppo del controllo corrisponda un rischio proporzionale attraverso un corrispondente investimento nella società»<sup>(224)</sup>.

In tale contesto, la dottrina maggioritaria riteneva che la dispersione della proprietà azionaria avesse causato il fenomeno – fisiologico e irreversibile – dell’assenteismo dei piccoli azionisti (non di controllo) interessati esclusivamente alla remunerazione del capitale investito (sotto forma di dividendi e *capital gain*), inclini a disinvestire le proprie partecipazioni in caso di dissenso in ordine alle scelte gestorie e non a intraprendere una costosa attività di intervento nel governo dell’impresa<sup>(225)</sup>, anche in quanto privi delle competenze professionali necessarie a tal fine<sup>(226)</sup>.

Nelle grandi società quotate – efficacemente definite «società da investimento» e contrapposte alle «società da contratto», ossia le

---

<sup>(223)</sup> Secondo T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, p. 13, «Il controllo preconstituito e la dissociazione tra proprietà e controllo non può perciò essere considerato come un fenomeno patologico e anormale, ma come inevitabile conseguenza della stessa costituzione della società e poi della grande impresa e della necessaria raccolta di grandi capitali».

<sup>(224)</sup> Id., p. 11.

<sup>(225)</sup> Cfr., fra molti, G. FERRI, *Potere e responsabilità nell’evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 40.

<sup>(226)</sup> Cfr. F. D’ALESSANDRO, *Un nuovo ruolo per l’assemblea nelle società per azioni*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 156. L’a. afferma che «se i soci non possono, né vogliono esercitare il potere è da temere che in ipotesi lo eserciterebbero male, in modo incompetente, irresponsabile ed egoista, allora tutto il potere deve essere attribuito agli amministratori».

piccole società per azioni <sup>(227)</sup> – i titoli azionari erano uno strumento di mero investimento e non un mezzo attraverso il quale poter esercitare la propria influenza sulla gestione sociale.

Ad avviso della gran parte degli interpreti, inoltre, l’atteggiamento “disinteressato” degli azionisti rispetto alla gestione degli affari sociali non sarebbe derivato dalla mancanza di un quadro normativo che consentisse loro di esprimere la propria *voice*, ma dall’intento economico di carattere speculativo alla base della scelta di investimento <sup>(228)</sup>.

Proprio dinanzi alla necessità di fronteggiare il mutato contesto economico affiorava con forza la necessità di ripensare al ruolo dell’assemblea nelle società aperte tendendo in considerazione l’esistenza della dicotomia tra “azionisti-investitori” e “azionisti-imprenditori” <sup>(229)</sup>. Occorreva, dunque, operare a livello normativo un bilanciamento tra l’interesse dei primi all’adozione di rigorosi strumenti di tutela, finalizzati soprattutto alla protezione dell’investimento sotto un profilo patrimoniale, e quello dei secondi che, investendo ingenti risorse nell’impresa per realizzare un progetto imprenditoriale nel lungo periodo, dovevano poter esercitare le prerogative derivanti dal controllo, in ossequio al principio di

---

<sup>(227)</sup> Cfr. B. LIBONATI, *Il ruolo dell’assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 86 ss.

<sup>(228)</sup> Cfr. G. VISENTINI, *Evoluzione e problemi delle società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in *Riv. soc.*, 1967, p. 17.

<sup>(229)</sup> In realtà, il dibattito accademico che precedette l’emanazione della riforma del ’74 vedeva contrapporsi due differenti linee di pensiero. Da un lato, c’era chi riteneva che il fenomeno dell’assenteismo dei piccoli azionisti disinteressati alla gestione fosse irreversibile e, dunque, occorresse prendere atto di questa circostanza. Dall’altro lato, c’era chi ancora sosteneva l’idea che occorresse predisporre un impianto normativo che incentivasse la partecipazione dei piccoli azionisti alla dialettica assembleare. Cfr. T. ASCARELLI, op. cit., pp. 3 ss.; G. FERRI, op. cit., pp. 35 ss.; G. OPPO, *Prospettive di riforma e tutela delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, pp. 361 ss.; Cfr. G. AULETTA, *L’ordinamento delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1962, p. 1 ss. Cfr., anche la *Relazione della Commissione ministeriale per la riforma delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1964, pp. 431 ss.

correlazione tra rischio e potere senza, però, abusare della propria posizione a danno delle minoranze <sup>(230)</sup>.

Un primo intervento normativo si ebbe con la legge n. 216/1974 – meglio nota come “miniriforma” del ’74 <sup>(231)</sup> – relativa al mercato mobiliare e al trattamento fiscale dei titoli azionari <sup>(232)</sup>. Con la riforma del ’74 il legislatore non solo prendeva atto dell’esistenza dei piccoli azionisti-risparmiatori “distratti, egoisti, irresponsabili e incapaci” <sup>(233)</sup>, ma incoraggiava la loro partecipazione al capitale delle grandi imprese in quanto i loro apporti costituivano un’importante fonte di capitalizzazione per le società. A tal fine, la “miniriforma” del ’74 ha introdotto una serie di strumenti di eterotutela degli azionisti-investitori rinunciando, però, a stimolarne la partecipazione attiva al governo delle società e a rafforzare gli strumenti di autotutela esistenti.

Anzitutto, tra gli interventi maggiormente rappresentativi dell’approccio adottato dal legislatore del ’74 è da annoverare l’introduzione di una particolare categoria di azioni denominate “azioni di risparmio”, prive di diritto di voto ma privilegiate sotto il

---

<sup>(230)</sup> Per una ricostruzione delle scelte di politica legislativa alla base della riforma, cfr., A. TUCCI, *Gestione dell’impresa sociale e “supervisione” degli azionisti. L’esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano, 2003, pp. 2 ss.

<sup>(231)</sup> Cfr. A. PIRAS, *L’organizzazione dei controlli interni ed esterni*, in ABBADESSA P., ROJO A. (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, p. 328, il quale afferma che «tutto il sistema dei controlli e dell’informazione introdotto con la riforma del 74/75 ruota intorno alla borsa e alla negoziazione di borsa. Riduttivamente qualificato, nelle prime valutazioni, come “miniriforma”, l’insieme delle innovazioni realizzate con i provvedimenti citati si è rivelato, invero, più incisivo e innovativo di quanto la prima, affrettata lettura potesse indurre a fare ritenere: perché esso ha gettato le basi, in realtà, di una nuova filosofia dei controlli e dell’informazione, così come ha creato i presupposti della (nuova) disciplina del mercato finanziario».

<sup>(232)</sup> Alla legge n. 216/1974 è stata data attuazione attraverso i d.p.r. nn. 136, 137 e 138 del 31 marzo 1975.

<sup>(233)</sup> Per un esame analitico sulle caratteristiche degli azionisti delle grandi imprese cfr. P. ABBADESSA, *L’assemblea: competenza*, op. cit., pp. 31 ss.

profilo patrimoniale <sup>(234)</sup>. Un simile strumento, però, se da un lato rappresentava un incentivo all'intervento dei risparmiatori nel capitale di rischio delle imprese, dall'altro lato, avrebbe potuto comportare un'eccessiva concentrazione del potere decisionale in capo a pochi azionisti e, dunque, una dissociazione tra il rischio sociale e il potere di gestione. Per cercare di ovviare a tale inconveniente, il legislatore impose la regola secondo cui le azioni di risparmio non avrebbero potuto superare, in concorso con le azioni con voto limitato, la metà del capitale sociale (art. 2351 c.c., testo in vigore fino al 2003).

La riforma del '74, inoltre, istituì la Consob (Commissione Nazionale per le società e la borsa), ossia un organo pubblico di controllo esterno al quale era demandato il compito di vigilare sulle società quotate; introdusse, per queste ultime, l'obbligo di controllo contabile e di certificazione del bilancio da parte di una società di revisione esterna, iscritta in un apposito albo tenuto dalla Consob <sup>(235)</sup>; e impose una più ampia informazione al mercato da parte degli emittenti quotati nonché una maggiore trasparenza degli assetti proprietari.

La riforma legislativa del '74 ha in un certo qual modo svalutato il ruolo dell'assemblea in quanto ha contribuito all'allontanamento dei piccoli investitori dalla partecipazione attiva alla vita della società e, così facendo, ha agevolato l'esercizio delle prerogative degli azionisti di maggioranza riducendo ai minimi termini il confronto dialettico con le minoranze azionarie <sup>(236)</sup>.

---

<sup>(234)</sup> Per il dibattito dottrinale che ha preceduto la novella in commento cfr., tra gli altri, G. F. CAMPOBASSO, *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 1969, I, p. 69 ss.; M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.

<sup>(235)</sup> Attualmente la revisione legale dei conti è disciplinata dal d.lgs. n. 27 gennaio 2010, n. 39 recante *attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE*.

<sup>(236)</sup> Cfr. G.D. MOSCO, *Dove si forma la volontà sociale?*, op. cit., p. 145, il quale afferma che la riforma del '74 «presuppone e incoraggia (...) la partecipazione

### 2.3. Il d.lgs. n. 58/1998: la riforma delle società per azioni quotate

La struttura proprietaria delle società quotate italiane era (ed è tuttora) caratterizzata dalla presenza, accanto agli azionisti di maggioranza (spesso famiglie), di una massa di piccoli azionisti-investitori non interessati a esercitare i diritti di *voice*. Com'è noto, seppur con notevole ritardo rispetto agli altri paesi a economia avanzata, anche in Italia si è sviluppata la tendenza dei piccoli azionisti *retail* a ricorrere a una forma indiretta di investimento azionario attraverso l'intermediazione degli investitori istituzionali <sup>(237)</sup>.

Certamente l'avvento di questi nuovi soggetti nel capitale azionario delle emittenti italiane – ma anche la progressiva globalizzazione dell'economia, la crescente integrazione tra i mercati borsistici dei diversi paesi, la prospettiva di una concorrenza a livello internazionale nonché il processo di privatizzazione avviato agli inizi degli anni Novanta – ha fatto emergere la necessità di una revisione del quadro normativo esistente che aveva previsto un sistema di tutela delle minoranze basato sull'*exit* piuttosto che sulla *voice*, un sistema che metteva in risalto il momento finanziario dell'investimento in titoli azionari piuttosto che quello partecipativo all'attività economica <sup>(238)</sup>.

---

all'assemblea solo dei soci interessati alla gestione, e dunque, un ruolo assembleare normalmente di tipo solo notarile, salvo eccezionali contrasti tra i soci imprenditori non prima e altrove risolti».

<sup>(237)</sup> La dottrina più attenta (cfr. P. MARCHETTI, *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in F. BARCA (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Roma, 1997, pp. 467 ss.) ha criticato la visione miope sia del legislatore domestico sia degli interpreti che, per lungo tempo, non hanno considerato gli effetti positivi in termini di efficienza nel governo societario che sarebbero potuti derivare da un coinvolgimento attivo degli investitori istituzionali.

<sup>(238)</sup> Cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma del governo societario in Italia*, Bologna, 1997. Il rapporto individua, tra le ragioni alla base della necessità di una nuova riforma, lo scarso ricorso al mercato azionario come fonte di finanziamento delle imprese (anche quotate); la difficoltà di attrarre investitori esteri nel capitale delle società domestiche; la scarsa contendibilità del mercato per il controllo societario italiano; l'inefficienza dei

Il nuovo scenario economico metteva in discussione i principi che ispirarono la riforma del '74. In particolare, l'idea che l'*exit* fosse uno strumento idoneo a garantire un adeguato grado di protezione degli azionisti pur in assenza di incisive misure di autotutela venne meno a seguito dell'avvento degli investitori istituzionali che, come visto, erano dotati di risorse e competenze ben differenti da quelle dei piccoli risparmiatori. Infatti, questi investitori, seppur estranei al gruppo di comando, generalmente possedevano partecipazioni di un certo rilievo nel capitale delle emittenti quotate e non sempre la smobilitazione dell'investimento risultava un'operazione per essi economicamente vantaggiosa. Inoltre, in un mercato come quello italiano, caratterizzato da una scarsa contendibilità del controllo societario, l'uscita (o anche la minaccia di uscita) dei soci dalla compagine sociale – e la conseguente caduta del prezzo dei titoli azionari – avrebbe potuto non determinare alcun mutamento del controllo societario <sup>(239)</sup>.

Infine, era noto che la facilitazione dello smobilizzo delle partecipazioni azionarie avrebbe incoraggiato le società a seguire politiche di gestione orientate al breve periodo con effetti dannosi per lo sviluppo dell'impresa nel medio e lungo termine.

Il nuovo scenario economico impose un ripensamento della funzione assembleare nella prospettiva di rivalutare il ruolo degli azionisti esterni al gruppo di comando, soprattutto degli investitori istituzionali, attraverso la valorizzazione dei diritti di *voice*.

---

sistemi di gestione e prevenzione delle crisi d'impresa. Tali problematiche, poi, sono amplificate da un contesto di concorrenza tra ordinamenti a livello internazionale – resa possibile dalla globalizzazione dell'economia e dalla facilità di mobilitazione dei capitali – dove ogni stato si sforza di creare un ambiente normativo favorevole per attrarre risorse e investimenti.

<sup>(239)</sup> Com'è stato osservato (cfr. M. BIANCHI, op. cit., p. 8) «nelle società controllate con quote molto elevate questa possibilità non esiste strutturalmente».

In quest'ottica si collocano due importanti interventi legislativi: la legge n. 474/1994 sulle privatizzazioni e il d.lgs. n. 58/1998 (meglio noto come testo unico della finanza o "legge Draghi"). La prima ha il merito di aver introdotto la regola del voto di lista per l'elezione degli amministratori delle società privatizzate mentre la seconda ha realizzato una radicale revisione della disciplina delle società quotate nel tentativo di avviare il processo di "rivitalizzazione" dell'assemblea.

La legge Draghi, dunque, sembrava voler effettuare un'inversione di tendenza rispetto alle scelte della riforma del '74, senza però riesumare l'ormai anacronistica idea di democrazia azionaria. In linea con una tendenza che si sviluppava negli ordinamenti avanzati, l'intento del legislatore della riforma era quello di rafforzare le prerogative degli azionisti (soprattutto quelle relative all'intervento e al voto in assemblea), considerate strumentali per l'esercizio di una costante attività di monitoraggio sull'operato degli amministratori utile al fine di correggere le inefficienze dei sistemi di *corporate governance*.

In tale contesto, dunque, la protezione delle minoranze azionarie diventava uno dei criteri ispiratori della riforma del '98 attuato attraverso l'introduzione di una serie di strumenti di autotutela dei soci di minoranza <sup>(240)</sup>. A tal proposito, occorre precisare che i principali destinatari delle disposizioni relative all'assemblea delle società quotate introdotte dal TUF erano gli azionisti detentori di un pacchetto di minoranza qualificata (ossia gli investitori istituzionali) e non quelli individuali <sup>(241)</sup>. La ragione di questa scelta legislativa deve

---

<sup>(240)</sup> Cfr., tra molti, P. MONTALENTI, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, III, p. 329 ss.

<sup>(241)</sup> Cfr., fra molti, P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. com.*, 1998, I, pp. 197 ss. Cfr. anche A. TUCCI, op. cit., pp. 10-11, il quale sostiene che «numerosi istituti di nuova introduzione (...) sono espressione di un



probabilmente ricercarsi nel tentativo di scoraggiare le azioni di disturbo (cosiddette di *filibustering*) poste in essere dagli “azionisti minimi” che utilizzavano le proprie competenze e capacità professionali per intimidire il gruppo di comando al fine di ricevere un tornaconto personale, senza preoccuparsi in alcun modo del benessere della società <sup>(242)</sup>).

Tra le maggiori novità introdotte dalla legge Draghi si annoverano la previsione del voto per corrispondenza (art. 127 TUF) (ma non elettronico) e una disciplina specifica sulla sollecitazione alle deleghe di voto (artt. 136-144 TUF). Com'è stato osservato, l'introduzione di tali istituti, diretti ad agevolare l'esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti, ha contribuito significativamente a dare all'organo assembleare una fisionomia diversa da quella tradizionale mediante un ridimensionamento dell'importanza della fase dibattimentale, considerata fino a quel momento necessaria e prodromica per addivenire a decisioni che tenessero conto della composizione degli interessi in gioco. Al contrario, ha acquisito assoluta centralità la fase finale del procedimento collegiale caratterizzata dall'esercizio del diritto di voto <sup>(243)</sup>.

La legge Draghi, poi, ha riconosciuto la validità dei sindacati di voto (artt. 122 ss. TUF), seppur sottoponendo gli accordi a particolari obblighi di trasparenza. Un tale riconoscimento ha certamente

---

*favor* del legislatore verso forme di aggregazione delle minoranze intorno a centri esponenziali dei loro interessi. L'azione isolata del singolo socio, per contro, non soltanto non è favorita dal legislatore, ma è chiaramente disincentivata, come emerge in modo evidente dalla disciplina dell'assemblea straordinaria di società quotate»

<sup>(242)</sup> Cfr. G. COTTINO, *Diritto societario*, vol. I, tomo II, 5° ed., Padova, 2006, pp. 324-326.

<sup>(243)</sup> Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 7° ed., 2010, p. 353, il quale afferma che «il voto per corrispondenza costituisce un'evidente disapplicazione del metodo collegiale [...] giustificata dalla volontà legislativa di estendere la possibilità di concorrere all'assunzione della deliberazione ad azionisti che non avrebbero comunque partecipato alla riunione assembleare e di rendere così più facile il raggiungimento di *quorum* costitutivi eventualmente previsti».

contribuito a insidiare la centralità dell'organo assembleare che «si risolve nella mera formalizzazione di decisioni prese altrove, a volte nelle riunioni quasi-assembleari degli azionisti aderenti al patto di sindacato»<sup>(244)</sup>.

Inoltre, è stato ridotto il *quorum* necessario per la convocazione dell'assemblea da parte delle minoranze al 10% (art. 125 TUF)<sup>(245)</sup>, percentuale che, secondo la maggioranza degli interpreti, era in ogni caso troppo elevata per le società quotate<sup>(246)</sup>. Senza, poi, considerare il fatto che gli amministratori potevano opporsi alla richiesta di convocazione da parte dei soci di minoranza «nell'interesse della società» (art. 125, comma 2, TUF).

Inoltre, in materia di informazione societaria era stato introdotto l'art. 130 TUF il quale disponeva un generale diritto dei soci a prendere visione di tutti i documenti sociali delle assemblee già convocate e di ottenerne copia a proprie spese: una previsione normativa davvero assai timida se si considera che in un sistema dove la fase dibattimentale è molto ridimensionata, l'informazione preassembleare diviene lo strumento cardine per garantire un esercizio consapevole del diritto di voto<sup>(247)</sup>.

---

<sup>(244)</sup> Cfr. E. PEDERZINI, *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, I, pp. 103.

<sup>(245)</sup> Il *quorum* previsto dal codice civile era del 20%.

<sup>(246)</sup> Cfr. G.D. MOSCO, *Dove si forma la volontà sociale?*, op. cit., p. 146.; P. ABBADESSA, *Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 165.

<sup>(247)</sup> Cfr. P. ABBADESSA, id., p. 167, che definisce «penosa» la norma di cui all'art. 130 TUF in quanto «nulla aggiunge alla tutela assicurata agli azionisti da altre norme primarie (...) e regolamentari (...), se non il riconoscimento generale del diritto (forse già desumibile in via interpretativa) di ottenere copia dei documenti depositati a proprie spese». Cfr., anche A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze*, in AA. VV. (a cura di), *La riforma delle società quotate – Atti del convegno di studio. S.M. Ligure, 13-14 giugno 1998*, Milano, 1998, p. 140, il quale sostiene che l'art. 130 TUF è «funzionale all'interesse degli investitori all'esame preventivo della documentazione assembleare con i dati contabili e gestionali in essa contenuti. Solo attraverso tale preventiva analisi delle ragioni delle proposte del *management* l'investitore è in grado di esprimere il voto in assemblea».

Occorre, inoltre, ricordare l'introduzione dell'azione sociale di responsabilità esperibile dai soci che rappresentavano il 5% del capitale sociale (art. 129 TUF); l'attribuzione ai soci di minoranza del potere di eleggere almeno un sindaco effettivo (art. 148, comma 2, TUF); e la previsione di *quorum* qualificati (cosiddette minoranza di blocco) per l'adozione di talune deliberazioni dell'assemblea straordinaria (art. 126 TUF).

La riforma del '98 non è intervenuta, però, sul riparto di competenze sostanziali tra il consiglio di amministrazione e l'assemblea che continuava a deliberare sugli «altri oggetti attinenti alla gestione della società riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo, o sottoposti al suo esame dagli amministratori». Nonostante ciò, il legislatore ha attribuito agli azionisti specifiche prerogative mediante le quali gli stessi potevano esercitare una certa influenza sugli assetti e, di conseguenza, sulla futura gestione dell'impresa. In particolare, le autorizzazioni concernenti le partecipazioni reciproche in misura superiore al 2% (art. 121, comma 2, TUF); in caso di OPA, l'attuazione di misure difensive (art. 104 TUF); la conversione di azioni già emesse in azioni di risparmio (art. 145, comma 7, TUF); la deliberazione sull'esclusione delle negoziazioni dei titoli della società sul mercato regolamentato (*delisting*) (art. 133 TUF) <sup>(248)</sup>.

In definitiva, sebbene l'intento del legislatore del '98 fosse quello di rinvigorire il ruolo dell'assemblea – sia pure mutandone la tradizionale fisionomia – l'insieme degli strumenti predisposti dal TUF è risultato, in concreto, inidoneo al raggiungimento di tale obiettivo. Com'è stato osservato dalla dottrina, la legge Draghi fu

---

<sup>(248)</sup> Una parte della dottrina (cfr. G. SABISÀ, *Commento all'art. 121*, in A. ALPA-F. CAPRIAGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, II, 1998, p.1125) ha ritenuto che da queste disposizioni dovesse evincersi la volontà del legislatore di «ampliare le competenze dell'assemblea ordinaria, per evitare un autoaffrancamento degli amministratori dai soci».

«un'occasione mancata per attuare appieno un' incisiva riforma del procedimento deliberativo, idonea ad assicurare la ponderazione collettiva delle decisioni e la dialettica interna tra maggioranza e minoranze, che il metodo collegiale non può garantire nelle società ad azionariato diffuso» <sup>(249)</sup>.

## **2.4. La riforma del diritto societario del 2003**

### **2.4.1. Le ragioni della riforma: il recupero di efficienza nella gestione**

Come visto, il codice del '42, nell'individuare le prerogative dell'organo assembleare, aveva previsto, da un lato, la competenza dell'assemblea a deliberare «sugli altri oggetti attinenti alla gestione della società» individuati nell'atto costitutivo e, dall'altro lato, aveva attribuito agli amministratori la facoltà di sottoporre al suo esame specifici affari.

Nonostante l'acceso dibattito dottrinale su natura e possibile estensione della riserva statutaria ai soci degli *altri oggetti attinenti alla gestione*, il legislatore del '42 aveva in qualche modo creato la possibilità di un'ingerenza, più o meno ampia, dei soci nell'attività gestoria.

Il contesto normativo, però, è radicalmente mutato con la riforma del diritto societario del 2003 che ha operato un vero e proprio «ribaltamento dei ruoli di amministratori e assemblea» <sup>(250)</sup>. Anzitutto, il ruolo dell'assemblea è stato ridimensionato con l'attribuzione in via esclusiva della gestione dell'impresa agli amministratori (art. 2380-bis, comma 1, c.c.) e la possibilità per lo

---

<sup>(249)</sup> Cfr. A. TUCCI, op. cit., p. 17. Nello stesso senso cfr. anche P. ABBADESSA, *Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni*, op. cit., p. 168.

<sup>(250)</sup> Cfr. G.D. MOSCO, *sub art. 2380-bis-2388*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, pp. 588 ss.

statuto di prevedere solo un potere “autorizzativo” in capo agli azionisti per il compimento di atti degli amministratori, dei quali questi restano responsabili (art. 2364, n. 5, c.c.) <sup>(251)</sup>. Come noto, infatti, l’autorizzazione non equivale a un potere pieno di decidere determinate operazioni bensì rimuove un ostacolo giuridico all’esercizio di una prerogativa che già fa capo all’organo amministrativo <sup>(252)</sup>.

Ma vi è di più. La riforma del 2003 ha ulteriormente ridotto le competenze dei soci attraverso la previsione della facoltà statutaria di delegare agli amministratori alcune importanti prerogative che per legge sono attribuite all’assemblea straordinaria <sup>(253)</sup> (art. 2365, comma 2, c.c.) nonché mediante l’ampliamento del catalogo dei poteri espressamente assegnati agli amministratori (si pensi, ad esempio, al potere di emettere obbligazioni (art. 2410 c.c.) o a quello di costituire patrimoni separati (art. 2447-bis c.c.)).

Tuttavia, la scelta managerialista del legislatore del 2003 è stata accompagnata da alcuni strumenti di autotutela dei soci azionabili, però, solo dalle minoranze qualificate (si pensi, ad esempio, all’introduzione della possibilità di esperire l’azione sociale di responsabilità (art. 2393-bis c.c.) <sup>(254)</sup>).

---

<sup>(251)</sup> Inoltre, nel modello dualistico – che non si ha modo qui di trattare – alcune competenze che spettano all’assemblea nel sistema tradizionale sono affidate al consiglio di sorveglianza (si pensi al potere di nomina dei gestori e all’approvazione del bilancio). Così come nel sistema monistico, la legge attribuisce ai componenti del consiglio di amministrazione il compito di eleggere gli amministratori cui attribuire la funzione di controllo.

<sup>(252)</sup> Cfr., fra molti, G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nelle società per azioni*, op. cit., pp. 29 ss.

<sup>(253)</sup> Come la fusione per incorporazione di società possedute interamente o al novanta per cento, l’istituzione o la soppressione di sedi secondarie, l’indicazione di quali tra gli amministratori hanno la rappresentanza della società, la riduzione del capitale in caso di recesso del socio, gli adeguamenti dello statuto a disposizioni normative, il trasferimento della sede sociale nel territorio nazionale.

<sup>(254)</sup> Secondo M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *RDS*, 2003, p. 219, «I soci non sono considerati domini

Mentre, per gli azionisti minimi che non condividono le decisioni della maggioranza (e che non raggiungono le percentuali minime richieste per impugnare le delibere assembleari (art. 2377 c.c.)) il legislatore ha introdotto il rimedio generale del risarcimento del danno loro cagionato dalla non conformità della delibera alla legge o all'atto costitutivo (art. 2377, comma 4, c.c.) e, nondimeno, ha potenziato l'*exit* (ampliando il novero delle ipotesi di recesso e modificando profondamente la relativa disciplina di cui agli artt. 2437 ss. c.c.) a scapito della *voice*, valorizzando la tutela risarcitoria e non quella reale <sup>(255)</sup>.

Inoltre, con la procedimentalizzazione dei flussi informativi tra organi deleganti e delegati all'interno del consiglio di amministrazione e tra questi ultimi e il collegio sindacale (art. 2381, commi 3, 5 e 6, c.c.) nonché con l'introduzione della disciplina sugli interessi degli amministratori prevista dall'art. 2391 c.c. il legislatore ha inteso (almeno in astratto) migliorare la trasparenza e il controllo sull'operato *management*.

I primi commentatori della riforma del 2003 hanno sin da subito sottolineato come il nuovo quadro normativo – ispirato al modello manageriale tipico della grande impresa azionaria – avesse sostanzialmente formalizzato il principio di separazione tra *ownership and control* per far fronte alla progressiva erosione del ruolo

---

dell'affare sociale, come vorrebbe una logica puramente contrattualistica, bensì *cives* di un'organizzazione imprenditoriale; dotati di forti diritti di partecipazione (ed anche, all'occorrenza, di abbandono della posizione societaria e di risarcimento del danno), ma non di poteri di governo dell'impresa».

<sup>(255)</sup> Cfr. G. GUERRIERI, *Il recepimento della direttiva shareholders' rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, in G. GUERRIERI (a cura di), *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, commentario, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2011, p. 507 ss. Peraltro, non pare indebolire la validità del suddetto assunto l'introduzione di alcune disposizioni come quella relativa alla facoltà di prevedere statutariamente lo svolgimento dell'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione o esercitare il diritto di voto a distanza (art. 2370, comma 4, c.c.) che incoraggiano il voto in assemblea.

dell'assemblea che, secondo la maggioranza degli interpreti, si stava trasformando in una «vuota liturgia, alla quale amministratori e soci di controllo sarebbero periodicamente tenuti a sottoporsi per un mero ossequio al dettato legislativo»<sup>(256)</sup>.

Il legislatore, insomma, avrebbe preso atto della circostanza che le società erano governate da amministratori espressione della maggioranza e che, di fatto, l'assemblea non era più il luogo di discussione nel quale ogni socio poteva esprimere la propria posizione sulle vicende sociali<sup>(257)</sup>.

Inoltre, la riforma ha operato uno spostamento del baricentro decisionale verso gli amministratori, giustificando la scelta manageriale con il criterio di "efficienza" contenuto nella legge delega n. 366/2011<sup>(258)</sup>; senza, però, attribuire in maniera esplicita uno specifico significato a quest'ultimo concetto. Com'è noto, infatti, svariate sono le nozioni di efficienza elaborate dalla teoria economica.

---

<sup>(256)</sup> Cfr. P. ABBADESSA, *Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni*, op. cit.; Cfr. G.D. MOSCO, *Dove si forma la volontà sociale?*, op. cit., p. 143-144, il quale ricorda che una parte della dottrina considera l'assemblea come un «retaggio del passato», «un rito lungo e noioso, celebrato fingendo di ignorare che la volontà sociale si è già formata altrove (nei patti di sindacati, nei comitati per le nomine, nei "vertici" tra grandi azionisti, in consultazioni informali)». Cfr. anche, F. D'ALESSANDRO, op. cit., per un «florilegio di giudizi recenti sull'assemblea» quali «squallido rituale, passerella di qualificanti e ambigui protagonisti»; «istituto che andrà poco alla volta a morire, perché costituisce solo una perdita di tempo»; «ritrovo di disturbatori professionisti e mitomani»; «platea di fantasmi»; «più che sede di fruttuoso dibattito, palcoscenico per l'*overture*, o la minaccia, di successive impugnazioni a carattere ricattatorio da parte dei singoli soci disturbatori». Infine, cfr. G. COTTINO, *Diritto societario*, op. cit., pp. 323-324, il quale afferma che «l'assemblea tende a divenire un teatro vuoto di battaglie, che in realtà si combattono fuori di essa, fra le quinte del palcoscenico o, se si combattono, più o meno apparentemente allo scoperto, sono decise dal voto determinante dei gruppi di comando e, nella misura in cui li condizionano o ne sono direttamente parte, da quegli investitori istituzionali (...) in cui si travasano i voti di chi, spontaneamente o meno, in modo diretto o indiretto, affida loro risparmi e capitali».

<sup>(257)</sup> Cfr. G. COTTINO, *Relazione di sintesi*, in M. RESCIGNO-A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, p. 330.

<sup>(258)</sup> L'art. 4, comma 2, lett. b) della legge delega n. 366/2001 disponeva, infatti, che le società fossero dotate di «un assetto organizzativo idoneo a promuovere l'efficienza e la correttezza della gestione dell'impresa sociale».

Si pensi, ad esempio, a quella relativa al teorema di *Coase* in base alla quale la regolamentazione è necessaria per ridurre i “costi di negoziazione”; o a quella che fa riferimento alla teoria della *Path Dependence* (*dipendenza dal percorso*) secondo cui il quadro normativo maggiormente efficiente è quello influenzato dalle decisioni regolamentari prese in passato; o ancora a quella relativa all'*agency theory*, secondo la quale l'intervento del normatore deve essere finalizzato alla riduzione dei costi di *agency*; e, infine, a quella che si basa sulla *teoria della convergenza graduale* secondo la quale le scelte legislative dovrebbero essere orientate a favorire la convergenza degli ordinamenti verso il modello di governo societario più efficiente (teoria, quest'ultima, aspramente criticata a seguito degli scandali finanziari che hanno condotto alla recente crisi che ha fatto emergere le enormi criticità del modello considerato in assoluto il più efficiente – ossia quello americano – e, di conseguenza, la convinzione dell'inesistenza di un sistema di *corporate governance* migliore degli altri) <sup>(259)</sup>.

L'adozione dell'uno o dell'altro parametro di efficienza influenza irrimediabilmente le concrete scelte di regolazione. Si pensi, ad esempio, alla riforma in commento che è ben lontana dal concetto di efficienza proprio della teoria dell'*agency* in quanto, con l'adozione del modello manageriale, il legislatore non ha fatto altro che rafforzare i poteri del socio di controllo amplificando (e non riducendo) il conflitto di interessi tra quest'ultimo e gli azionisti di minoranza e, di conseguenza, diminuendo il grado di efficienza della *governance* societaria <sup>(260)</sup>.

---

<sup>(259)</sup> Per un'analisi approfondita sulle teorie efficientistiche cfr. S. BRUNO, *Efficienza e modelli di amministrazione e controllo*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, pp. 1021 ss.

<sup>(260)</sup> Nella prospettiva della teoria dell'*agency*, infatti, il conflitto esistente tra il socio di controllo e quello di minoranza potrebbe essere governato più agevolmente con l'attribuzione di poteri di *voice* in capo alle minoranze azionarie.



Il legislatore domestico, in verità, non ha manifestamente optato per una delle nozioni di efficienza proposte dalla letteratura economica, ma sembra aver basato la propria azione normativa su un concetto di efficienza intriso di pragmatismo in quanto orientato semplicemente a un risparmio dei costi per la società derivante da una riduzione delle ipotesi di convocazione dell'organo assembleare considerato dallo stesso legislatore (e da molti interpreti) obsoleto e inutile <sup>(261)</sup>.

Forse, una chiara definizione degli obiettivi di politica legislativa e una dettagliata analisi teorica ed empirica “a monte” dell'attività normativa avrebbe reso più agevole non soltanto l'interpretazione postuma delle disposizioni introdotte nel 2003 ma avrebbe probabilmente comportato l'adozione di una logica diversa da quella che ha guidato la penna del legislatore della riforma.

Un'altra considerazione non irrilevante è quella che concerne la scelta (apparentemente) “netta” del legislatore di attribuire la gestione in via esclusiva agli amministratori.

A tal proposito, si osservi che l'art. 4, comma 8, lett. c) della legge delega aveva imposto solo di «definire le competenze dell'organo amministrativo con riferimento all'esclusiva responsabilità di gestione dell'impresa sociale» <sup>(262)</sup>. A ben vedere, non vi era alcuna

---

<sup>(261)</sup> Così, Cfr. S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea nella corporate governance delle società per azioni*, op. cit., pp. 12 ss.

<sup>(262)</sup> A tal proposito, nella relazione al d.lgs. n. 6/2003 si legge che «A questi effetti si è profondamente innovato riguardo nella materia già regolata dall'art. 2364, n. 4, del codice civile, che attribuiva all'assemblea ordinaria il potere di deliberare sugli altri oggetti attinenti alla gestione della società riservati dalla sua competenza dall'atto costitutivo o sottoposti al suo esame dagli amministratori. Gli amministratori non possono, di propria iniziativa, sottoporre all'assemblea operazioni attinenti alla gestione sociale; si è solo ammesso che lo statuto possa richiedere che l'assemblea autorizzi gli amministratori al compimento di determinati operazioni, ma si è precisato che resta ferma in ogni caso la responsabilità degli amministratori per gli atti compiuti, quantunque autorizzati dall'assemblea. Si è così evitato che, come in passato poteva accadere, nessuno risponda di una data operazione: né l'assemblea che è per definizione irresponsabile, né gli amministratori che a discarico di responsabilità abbiano sottoposto l'operazione all'assemblea».

disposizione che imponesse di affidare anche la gestione in via esclusiva agli amministratori. Pertanto, la formulazione dell'art. 2380-bis c.c. non fu una scelta obbligata per il legislatore delegato in quanto – come sostenuto dalla dottrina maggioritaria – la responsabilità degli amministratori non sarebbe venuta meno nel caso in cui una parte del potere gestorio fosse stato attribuito ai soci, considerando che i primi hanno, in ogni caso, il potere (ma anche il dovere) di rifiutarsi di eseguire le deliberazioni lesive dell'integrità del patrimonio sociale <sup>(263)</sup>.

Tantomeno poteva desumersi la volontà del legislatore delegante di comprimere il ruolo degli azionisti in quanto la legge delega imponeva solo di semplificare il procedimento assembleare (soprattutto attraverso una modifica delle regole procedurali) lasciando, peraltro, un adeguato spazio all'autonomia statutaria <sup>(264)</sup>.

Pertanto, è stato osservato che «l'introduzione del principio di esclusiva competenza gestoria degli amministratori pare invero più frutto di una iniziativa estemporanea che di meditata riflessione di sistema» <sup>(265)</sup>.

---

<sup>(263)</sup> Cfr., fra molti, G. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, op. cit., p. 10, il quale sottolinea come non vi era alcuna necessità né di modificare la previsione di cui all'art. 2364, comma 1, n. 4, c.c. né di introdurre la regola di cui all'art. 2380-bis, che ha negato definitivamente qualunque interferenza dell'assemblea nella materia gestoria, salvo i casi previsti per legge e le eventuali competenze autorizzative di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5. Cfr. anche P. ABBADESSA, *L'assemblea nelle s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in M. RESCIGNO-SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitale e delle società cooperative*, Milano, 2004, pp. 43-44; V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pp. 535 ss.

<sup>(264)</sup> Cfr. art. 4, comma 7, lett. a) della legge delega n. 366/2001. Cfr. F. GALGANO-R. GENGINI, *Il nuovo diritto societario*, in AA.VV., *Trattato Galgano*, vol. XXIX, 3° ed., Padova 2006, pp. 338 ss.

<sup>(265)</sup> Cfr. S. A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, p. 141.

## **2.4.2. I margini di intervento dell'assemblea nella gestione sociale**

### **2.4.2.1. Le competenze legali espresse, l'autorizzazione *ex lege* e il problema delle competenze "implicite"**

Come visto, la riforma del 2003 ha contribuito notevolmente a ridurre le prerogative dell'assemblea non solo assegnando in via esclusiva la gestione dell'impresa agli amministratori ma anche rendendo derogabile l'attribuzione agli azionisti di alcune prerogative che in passato erano di esclusiva competenza dei soci (art. 2365 c.c.), spostando in capo agli amministratori – anche se con disposizioni derogabili – alcuni poteri che prima della riforma erano propri dell'assemblea <sup>(266)</sup> e attribuendo agli stessi nuove competenze (come, ad esempio, la costituzione dei patrimoni destinati) <sup>(267)</sup>.

Tuttavia, nonostante la scelta manageriale operata dal legislatore del 2003, il ruolo dell'assemblea delle s.p.a. è rimasto di primo piano se si pensa, anzitutto, al catalogo di competenze legali e ai poteri di autorizzazione *ex lege* attribuiti all'organo assembleare.

L'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. prevede la possibilità che l'assemblea <sup>(268)</sup> deliberi «sugli altri oggetti attribuiti dalla legge alla sua competenza». È innegabile, peraltro, che taluni di essi abbiano una

---

<sup>(266)</sup> Tra questi sono da annoverare, ad esempio, l'emissione di obbligazioni (art. 2410 c.c.) e di strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società (art. 2411 c.c.); l'approvazione della proposta del concordato fallimentare (art. 152, comma 2, Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267 e successive modifiche o l. fall.); l'approvazione della domanda di ammissione al concordato preventivo (art. 161, l. fall.). Nel silenzio della legge, tali competenze possono essere statutariamente spostate in capo all'assemblea.

<sup>(267)</sup> Anche il potere di creare patrimoni destinati *ex artt. 2447-ter ss c.c.* può essere attribuito all'assemblea per via statutaria.

<sup>(268)</sup> Nell'ordinamento societario italiano esiste una distinzione tra assemblea ordinaria e straordinaria. Non si tratta di due organi distinti ma di uno stesso organo che, in base all'oggetto della delibera, segue differenti regole di funzionamento (relative ai *quorum* assembleari e alla verbalizzazione). Cfr. Cass., 30 novembre, 1959, n. 3486, in *Giur. it.*, 1960, I, 1, pp. 527 ss.

valenza prettamente gestoria. Si pensi, anzitutto, all'art. 2361, comma 2, c.c., introdotto con la riforma del 2003, che ha assegnato all'assemblea ordinaria la competenza a deliberare sull'assunzione di partecipazioni in altre imprese comportante una responsabilità illimitata per le obbligazioni di queste ultime.

Non v'è dubbio che si tratti di una decisione di carattere gestorio poiché il rischio connesso al regime di responsabilità illimitata è tale da incidere in misura rilevante sull'intero patrimonio sociale. Anzi, secondo alcuni interpreti, il legislatore ha subordinato il compimento di tali operazioni a una decisione assembleare proprio in ragione dei notevoli effetti che la responsabilità illimitata comporta sia sul patrimonio sociale sia sui diritti e sugli interessi degli azionisti <sup>(269)</sup>.

Un'ulteriore competenza di natura gestoria introdotta dal legislatore del 2003 è quella relativa alla possibilità che lo statuto attribuisca ai soci il potere di determinare l'importo complessivo della remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche (art. 2389, comma 3, c.c.).

È bene rammentare, peraltro, che tali disposizioni si aggiungono a un nutrito catalogo di competenze legali in materia di gestione che già in precedenza era stato attribuito all'assemblea, competenze che prevedono un potere pieno dei soci e che, in alcuni casi, possono essere delegate agli amministratori. Si tratta, ad esempio, delle

---

<sup>(269)</sup> In realtà, una parte della dottrina (Cfr., fra altri, V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, op. cit., pp. 542-543) ritiene che tale decisione dell'assemblea abbia natura "autorizzativa". Altri (cfr. S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea nella corporate governance delle società per azioni*, op. cit., p. 60 ss.), invece, smentiscono tale assunto sulla base di un duplice ordine di ragioni. Anzitutto, da una lettura complessiva delle norme che disciplinano le competenze assembleari, emerge una precisa scelta legislativa nell'utilizzo dei termini "autorizzazione" e "deliberazione" (laddove il legislatore abbia voluto prevedere un potere esclusivamente autorizzatorio lo ha espressamente affermato). In secondo luogo, le conseguenze sul piano sostanziale dell'assunzione di una responsabilità illimitata da parte della società sono talmente rilevanti da giustificare una competenza piena dei soci.

decisioni relative all'approvazione del bilancio ( <sup>270</sup> ) e alla distribuzione degli utili; alle operazioni di aumento del capitale sociale (autofinanziamento) ( <sup>271</sup> ); all'emissione di obbligazioni convertibili; all'istituzione o la soppressione di sedi secondarie.

Inoltre, importanti poteri di gestione sono attribuiti all'assemblea in situazioni di ordine patologico come in caso di crisi o di fine dell'attività. Si pensi, ad esempio, all'assunzione di *opportuni provvedimenti* in caso di perdita superiore a un terzo del capitale sociale (art. 2446, comma 1, c.c.) che possono riguardare non solo operazioni sul capitale ma anche «vere e proprie decisioni aziendali rientranti di norma nella competenza degli amministratori» come «la chiusura di stabilimenti, la riduzione del personale, la modificazione degli indirizzi produttivi o della politica commerciale» ( <sup>272</sup> ).

Si pensi, ancora, alle decisioni in caso di fatti censurabili di rilevante gravità e nel caso in cui vi sia urgente necessità di provvedere (art. 2406 e art. 2408 c.c.) o qualora si verificano gravi irregolarità nella gestione (art. 2409, comma 4, c.c.). L'art. 2409, comma 4, c.c., infatti, prevede che qualora sussistano le violazioni denunciate – o se le stesse non siano già state rimosse con l'intervento dei nuovi amministratori ai sensi del comma 3 – il tribunale può «disporre gli opportuni

---

(<sup>270</sup>) Cfr. P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nelle società per azioni: dal codice alla riforma*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, pp. 3 ss. L'a. considera di rilievo gestorio la competenza relativa all'approvazione del bilancio «essendo noto che tale documento contabile include, oltre alle poste storiche, anche poste capaci di assumere rilevanti connotati prospettici, di riflettere cioè le scelte relative ai futuri indirizzi della gestione».

(<sup>271</sup>) Cfr. S.A. CERRATO, *Le deleghe di competenza assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009, p. 157. Secondo l'a. le operazioni di aumento del capitale sono caratterizzate «da una significativa incidenza gestoria».

(<sup>272</sup>) Cfr. P. ABBADESSA-A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 282.

provvedimenti provvisori e convocare l'assemblea per le conseguenti deliberazioni» che sono anche di natura gestoria <sup>(273)</sup>.

E, infine, si pensi al potere dell'assemblea di determinare i criteri di svolgimento della liquidazione e i poteri dei liquidatori (art. 2487, comma 1, lett. c), c.c.).

Un'ingerenza nella gestione da parte dell'assemblea si verifica, poi, in tutti i casi in cui la legge attribuisce ai soci il potere di "autorizzare" il compimento di determinate operazioni degli amministratori quali, ad esempio, l'acquisto da parte della società di beni o di crediti dei promotori, dei fondatori, dei soci o degli amministratori, nei due anni successivi all'iscrizione della società nel registro delle imprese (art. 2343-bis c.c.); l'acquisto di azioni proprie o l'acquisto di azioni da parte di società controllate (artt. 2357, comma 2, e 2359-bis, comma 2, c.c.); la decisione di accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni (art. 2358 c.c.); lo svolgimento di attività concorrenti da parte degli amministratori (art. 2390 c.c.).

Vi sono, poi, alcune materie attribuite alla competenza assembleare che comunemente vengono ricondotte nella categoria degli atti di natura organizzativa ma che, a ben vedere, hanno un rilievo gestorio indiretto <sup>(274)</sup>. Si pensi, alla nomina e alla revoca degli amministratori

---

<sup>(273)</sup> Cfr., fra molti, S. A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, op. cit., p. 148.

<sup>(274)</sup> Tradizionalmente la dottrina commercialistica italiana (cfr. G. MINERVINI, op. cit., pp. 215 ss.) distingue gli atti di gestione da quelli di organizzazione. In estrema sintesi, i primi sono quelli in qualche modo collegati al governo del patrimonio sociale mentre i secondi esulano dalla gestione prettamente economica dell'impresa. A tal proposito, una parte della letteratura (cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, op. cit., pp. 109 ss. e S. A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, op. cit., pp. 149 ss.) sottolinea come l'inquadramento delle fattispecie legali nell'una o nell'altra tipologia di atti non sempre risulta agevole in concreto. Taluni atti di organizzazione hanno indiscutibili effetti sulla gestione ma, proprio il carattere "riflesso" (e non diretto) di tali effetti ha spinto alcuni (cfr. A. Tucci, *Le competenze*, in A. TUCCI-R. LENER, Società per

e dei sindaci; al conferimento dell'incarico e alla revoca del revisore legale dei conti; all'esercizio dell'azione di responsabilità verso gli amministratori e i sindaci (art. 2364 c.c.); al consenso alla delega di potere all'interno del consiglio di amministrazione (art. 2381, comma 2, c.c.); alla possibile nomina del presidente consiglio d'amministrazione (art. 2380-*bis*, comma 5, c.c.) e del direttore generale (art. 2396 c.c.); alla decisione relativa al numero degli amministratori ove non previsto dallo statuto (art. 2380-*bis*, comma 4, c.c.); alla riduzione del capitale sociale; all'esclusione (o la limitazione) del diritto di opzione in caso di aumento *reale* del capitale; e alle operazioni di fusione e scissione.

Per concludere, è bene precisare che l'assemblea è libera di determinare il contenuto delle deliberazioni che hanno a oggetto le materie di propria competenza <sup>(275)</sup> e che tali deliberazioni assumono un carattere vincolante per gli amministratori (salvo la facoltà di questi ultimi di rifiutarsi di eseguire quelle contrarie alla legge e allo statuto) <sup>(276)</sup>.

Tale assunto, però, subisce una deroga con riferimento ad alcune materie (in particolare, l'approvazione del bilancio, la fusione e la scissione, l'acquisto di azioni proprie o di azioni della controllante) per le quali la legge dispone che i soci non possano deliberare in assenza di una proposta regolarmente approvata dagli amministratori o sulla base di un progetto o di una relazione da essi predisposta <sup>(277)</sup>.

---

azioni: l'assemblea, Torino 2012, p.19.) a ritenere chi gli stessi «difficilmente possono essere reputat[i] estrane[i] alla gestione dell'impresa», gestione, però, intesa «non nella sua dimensione “corrente”, ma in quella di “alta amministrazione” o (...) “direzione strategica” dell'organizzazione produttiva».

<sup>(275)</sup> L'assemblea in tali materie può sia emendare la proposta di delibera predisposta dagli amministratori sia approvare delibere il cui contenuto è interamente determinato dai soci.

<sup>(276)</sup> Invece, non sono vincolanti per gli amministratori le delibere di carattere autorizzativo (*infra* § 2.4.2.2.).

<sup>(277)</sup> Cfr., tra molti, P. ABBADESSA-A. MIRONE, op. cit., pp. 284 ss.

**2.4.2.2. Autorizzazione statutaria ex art. 2364,  
comma 1, n. 5, c.c. e raccomandazioni non  
vincolanti dell'assemblea agli amministratori**

Nel sistema ante-riforma l'art. 2364, comma 1, n. 4, c.c. prevedeva che l'attribuzione delle competenze deliberative in materia gestoria all'assemblea potesse avvenire attraverso la sottoposizione degli *altri oggetti attinenti alla gestione* sia da parte dello statuto sia da parte degli amministratori.

Rispetto a tale disposizione, come visto, la riforma del diritto societario si è mossa lungo due direttrici: da un lato, ha ridotto i margini di intervento dell'assemblea in materia gestoria e, dall'altro lato, ha rafforzato il regime di responsabilità degli amministratori per gli atti compiuti.

Un primo intervento in tal senso è quello relativo all'introduzione della facoltà per lo statuto di prevedere una competenza autorizzativa per il compimento degli atti degli amministratori. Invero, il nuovo n. 5 dell'art. 2364 c.c., ha ridotto e definito in maniera più chiara i margini entro cui può operare l'autonomia statutaria.

Non v'è dubbio che il legislatore, con l'introduzione di una siffatta disposizione, abbia voluto anzitutto eliminare la possibilità che, per via statutaria, fosse ampliato il novero delle competenze deliberative "piene" dell'assemblea su atti concernenti la gestione dell'impresa. Infatti, i soci possono esprimersi rispetto alle materie soggette al regime previsto dall'art. 2364, n. 5, c.c. solo se gli amministratori decidono di compiere l'operazione gestoria soggetta al vincolo autorizzatorio.

Inoltre, l'autorizzazione costituisce un atto necessario in assenza del quale talune deliberazioni consiliari non possono essere eseguite ma, allo stesso tempo, essa non priva gli amministratori del potere di effettuare una valutazione sull'opportunità di eseguire l'atto



successivamente all'intervento dei soci (<sup>278</sup>). Pertanto, se gli amministratori decidessero di compiere le operazioni in assenza dell'autorizzazione assembleare, sarebbero responsabili per i danni derivanti da tali operazioni ai sensi dell'artt. 2392 ss. c.c. e, inoltre, tale comportamento potrebbe costituire giusta causa di revoca o essere valutato ai fini della sussistenza di una "grave irregolarità" ai sensi dell'art. 2409 c.c.

Anche la nuova disposizione, però, pone non pochi problemi interpretativi a cominciare dal significato da attribuire alla locuzione "autorizzazioni per il compimento di atti degli amministratori".

Con ogni evidenza, è escluso che si tratti di un potere attribuito all'assemblea in via primaria e con piena potestà. È oltremodo da respingere l'opinione che considera tale potere un'approvazione, ossia un giudizio favorevole dato dai soci al termine di un processo deliberativo condotto dagli amministratori, giudizio necessario per integrare l'efficacia della deliberazione. In tal caso, infatti, verrebbe compressa la libertà dell'organo amministrativo di dare o meno esecuzione all'atto autorizzato e ciò risulterebbe incompatibile con il nuovo assetto dei rapporti soci-amministratori definito dal legislatore (<sup>279</sup>).

Una parte della dottrina ha equiparato il potere autorizzatorio dell'assemblea al rilascio di un mero parere non vincolante, riducendo così ai minimi termini gli effetti dell'intervento dei soci sulle decisioni degli amministratori (<sup>280</sup>). Sembra che i sostenitori di quest'ultima tesi

---

(<sup>278</sup>) Id., pp. 290 ss.

(<sup>279</sup>) Cfr. P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nelle società per azioni: dal codice alla riforma*, op. cit., p. 79.

(<sup>280</sup>) Cfr., F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in F. GALGANO (diretto da) *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, IX, Padova, 2004, p. 203; B. LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, in *La riforma del diritto societario* (atti del convegno di studio svoltosi a Curmayeur, 17-28 settembre 2002), Milano, 2003, p. 468.

siano per lo più mossi dalla preoccupazione che un intervento di carattere vincolante dell'assemblea rispetto a una decisione gestoria possa rendere incerti i confini della responsabilità degli amministratori per il compimento di quegli atti. Preoccupazione che, però, non ha più ragion d'essere a seguito dell'introduzione del principio di esclusiva responsabilità degli amministratori per il compimento di tutte operazioni gestorie – anche di quelle soggette ad autorizzazione assembleare – a cui, peraltro, corrisponde un ampio potere di rifiutarsi di compiere siffatte operazioni. Nondimeno, la dottrina più attenta ha escluso che vi possa essere incertezza rispetto all'attribuzione della responsabilità per le operazioni autorizzate dai soci in quanto «la configurazione della deliberazione come autorizzazione statutaria elimina in radice il timore che la riserva statutaria *ex art. 2364, n. 5., c.c.* possa pregiudicare il ruolo e la funzione che il sistema assegna all'organo amministrativo, visto che (...) lo statuto non può in alcun modo limitare il ruolo propositivo dell'organo amministrativo, il quale rimane nella piena titolarità dell'iniziativa gestionale, da esercitarsi nella specie mediante proposte da sottoporre all'autorizzazione dei soci» <sup>(281)</sup>.

Altra dottrina, invece, ha chiarito che si tratta piuttosto di un atto che rimuove un ostacolo giuridico all'esercizio di un potere che è (e resta) in campo agli amministratori. In tal caso, l'autorizzazione da un lato è necessaria per consentire agli amministratori di porre in essere una determinata operazione ma, dall'altro lato, non costituisce un vincolo per gli stessi all'esecuzione delle decisioni <sup>(282)</sup> né li esonera da responsabilità. Altra parte della letteratura ha sostenuto che

---

<sup>(281)</sup> Cfr. P. ABBADESSA-A. MIRONE, *op. cit.*, p. 295.

<sup>(282)</sup> Cfr. G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nelle società per azioni*, *op. cit.*, p. 34. L'a. sostiene che l'autorizzazione «si connota in senso negativo, valendo a impedire l'esercizio di un potere da parte dell'organo al quale pure compete fino a quando l'autorizzazione non la renda».

l'autorizzazione costituisce una forma di "concorso necessario" a integrare i poteri dell'organo amministrativo ed è un passaggio ineludibile per il compimento dell'operazione in quanto in assenza della stessa l'atto consiliare sarebbe viziato. In tal caso, «sarebbe (...) fuorviante concepire l'autorizzazione assembleare alla stregua della rimozione *ab externo* di un limite all'esercizio di un potere originario degli amministratori, ignorandone il significato proprio di riserva statutaria alla collettività dei soci di una "frazione" del relativo potere decisionale» <sup>(283)</sup>.

Un altro problema interpretativo che emerge dalla disposizione in commento è quello relativo all'esistenza o meno di limiti alla possibilità che lo statuto richieda un intervento autorizzatorio dei soci. A tal proposito, la dottrina maggioritaria è concorde nel negare la possibilità che la clausola statutaria che disciplina il potere autorizzativo dell'assemblea possa avere un'ampiezza tale da ricomprendere l'intera gestione corrente. Se così fosse, infatti, vi sarebbe un eccessivo rallentamento dei processi decisionali a scapito delle esigenze di rapidità e facilità deliberativa proprie delle imprese azionarie <sup>(284)</sup>.

Un secondo intervento operato dal legislatore del 2003 rispetto alla previgente formulazione dell'art. 2364, n. 4, c.c., è quello relativo all'eliminazione della disposizione che attribuiva agli amministratori

---

<sup>(283)</sup> Cfr. F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, pp. 74 ss.

<sup>(284)</sup> Una parte della dottrina sostiene che tale impostazione restrittiva è giustificata anche dalla rimozione del riferimento generico agli «oggetti attinenti alla gestione» previsto dal vecchio art. 2364, n. 4, c.c. e dall'introduzione della locuzione «atti degli amministratori» che farebbe intendere la volontà del legislatore di circoscrivere l'intervento dell'assemblea a ipotesi ben individuate. Cfr. P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nelle società per azioni: dal codice alla riforma*, op. cit., pp. 79-80; P. ABBADESSA-A. MIRONE, op. cit., pp. 298 ss.

il potere di sottoporre all'assemblea oggetti attinenti alla gestione della società.

La volontà del legislatore di impedire che vi possa essere un trasferimento delle competenze deliberative in materia gestoria rimesso alla volontà degli amministratori sembra però non essere d'ostacolo alla possibilità per gli stessi di sottoporre ai soci l'esame di talune operazioni gestorie al fine di ottenere un parere non vincolante o una raccomandazione <sup>(285)</sup>. E, infatti, l'idea che la riforma avesse introdotto una soluzione radicale tesa a vietare qualunque forma di intervento dei soci su richiesta degli amministratori appare eccessivamente rigida e soprattutto priva di qualsivoglia giustificazione sul piano del bilanciamento degli interessi in gioco. Anzi, è certamente da escludere che il legislatore abbia voluto ostacolare una proficua interlocuzione tra gli organi della società considerato soprattutto che gli amministratori e i soci di maggioranza delle imprese azionarie italiane sono legati da un rapporto fiduciario che per molti versi impone la creazione di meccanismi di raccordo e collaborazione tra i due organi <sup>(286)</sup>.

Pertanto, secondo alcuni autori, il parere o la raccomandazione dell'assemblea potrebbe non solo essere sollecitato dagli amministratori ma anche dai soci in possesso della quota di capitale prevista dall'art. 2367, comma 1, c.c. <sup>(287)</sup>.

---

<sup>(285)</sup> Cfr., fra molti, G.E. COLOMBO, *Amministrazione e controllo*, in S. ROSSI (a cura di), *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2004, pp. 177 ss.; V. CALANDRA BUONAURO, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, op. cit., pp. 541 ss.; S.A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, op. cit., pp. 146 ss.

<sup>(286)</sup> I soci, infatti, hanno il potere di nominare e revocare gli amministratori e di valutarne l'operato così come gli amministratori devono rispettare gli obblighi di diligenza e di agire in modo informato loro imposti per evitare di incorrere nella responsabilità prevista dall'art. 2392 c.c.

<sup>(287)</sup> Cfr. P. ABBADESSA-A. MIRONE, op. cit., p. 288.

Nondimeno, occorre sottolineare che – coerentemente con le scelte del legislatore della riforma – un siffatto parere (o raccomandazione) non sarebbe vincolante per l’organo amministrativo e, in ogni caso, non consentirebbe un discarico della responsabilità degli amministratori. Qualche autore sostiene, peraltro, che in virtù dei doveri fiduciari (artt. 1175 e 1375 c.c.) gli amministratori devono motivare la propria scelta di disattendere la posizione espressa dai soci e, in assenza di tale motivazione, potrebbero sussistere una giusta causa di revoca e un’eventuale responsabilità per i danni causati alla società <sup>(288)</sup>.

La circostanza che la riforma abbia soppresso il potere degli amministratori (e dello statuto) di devolvere all’assemblea gli atti di natura gestoria ha fatto (ri)emergere in dottrina il dibattito sulle “competenze non scritte” dei soci che, come visto, si era originato già a seguito dell’emanazione del codice del 1942.

Secondo alcuni autori, il principio di esclusiva gestione in capo all’organo amministrativo subirebbe, anche dopo la riforma del 2003, una deroga in presenza di decisioni che per il loro rilievo economico e per la loro capacità di incidere in maniera pregnante sui diritti dei soci e sulla struttura organizzativa della società dovrebbero essere attribuite all’organo assembleare <sup>(289)</sup>.

Come già veniva osservato in passato, in presenza di tali materie – dette di “interesse primordiale” – non vi era una competenza decisoria *tout court* dell’assemblea ma doveva ritenersi esistente un onere

---

<sup>(288)</sup> Id, p. 290.

<sup>(289)</sup> Cfr. G.B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, op. cit., pp. 1 ss.; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, pp. 94 ss.; V. CALANDRA BUONAURO, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, op. cit., pp. 543 ss.

comportamentale in capo agli amministratori di rimettere la decisione ai soci tramite il meccanismo previsto dall'art. 2364, n. 4, c.c. <sup>(290)</sup>.

Non v'è dubbio che la riforma del 2003, attraverso l'eliminazione definitiva del sistema di rimessione delle competenze gestorie dagli amministratori ai soci, ha aperto una falla nel percorso argomentativo seguito dai sostenitori della tesi delle competenze implicite dell'assemblea. Infatti, risulta difficile immaginare come laddove non esiste neppure una facoltà per l'organo amministrativo di devolvere determinate competenze ai soci, possa essere ravvisato un obbligo di rimessione <sup>(291)</sup>. In base all'attuale quadro normativo, infatti, gli amministratori possono sottoporre all'esame dell'assemblea determinate deliberazioni consiliari ma, come visto, la decisione dei soci in tal caso non è vincolante per gli amministratori. Secondo alcuni interpreti, peraltro, non sussiste un vero e proprio dovere dell'organo amministrativo di convocare l'assemblea al fine di ottenere un parere o una raccomandazione sul compimento di talune scelte gestorie. Obbligo degli amministratori è solo quello di informare – alla prima occasione utile – l'organo assembleare delle iniziative intraprese soprattutto se le stesse riguardano decisioni strategiche che comportano rischi atipici <sup>(292)</sup>.

Tuttavia, nonostante le modifiche operate dalla riforma del 2003 una parte della letteratura continua a sostenere la tesi delle “competenze non scritte” dell'assemblea. Secondo tale orientamento talune disposizioni introdotte dalla riforma del 2003 (ad esempio, gli artt.

---

<sup>(290)</sup> Peraltro, il mancato coinvolgimento dei soci nel processo per l'adozione di tali deliberazioni non poteva essere opposto ai terzi. Gli azionisti potevano semmai esperire rimedi di carattere obbligatorio come la revoca per giusta causa o l'azione di responsabilità contro gli amministratori. Cfr. P. ABBADESSA-A. MIRONE, op. cit. p. 304.

<sup>(291)</sup> Cfr. F. PASQUARIELLO, *Sub artt. 3464-2366*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Commentario sistematico*, I, Padova, 2005, p. 446.

<sup>(292)</sup> Cfr. M. LIBERTINI, op. cit., pp. 221 ss.

2361, comma 2; 2446, comma 1; e 2409, comma 4, c.c.), più che costituire un'eccezione alla regola di attribuzione esclusiva della gestione in capo agli amministratori, sarebbero espressione di un principio di carattere generale di competenza dei soci in tutte le materie di interesse primordiale o, in ogni caso, sarebbero suscettibili di applicazione analogica in tutti i casi in cui si sia di fronte a un'operazione che influisce in misura rilevante sulla struttura economico-finanziaria della società o sui diritti degli azionisti <sup>(293)</sup>.

Tale posizione dottrinale presta il fianco a facili critiche. È noto, infatti, che l'impossibilità di determinare *a priori* un catalogo di materie di interesse primordiale – o quella di individuarle nel caso concreto – comporta un elevato grado di incertezza rispetto a una questione essenziale come quella relativa al riparto di competenze tra organi sociali <sup>(294)</sup>. Inoltre, «ciò che sembra precludere sul piano sistematico il ricorso nel nostro sistema alla teoria delle competenze legali implicite, è il fatto che non esiste alcuna lacuna normativa in materia di competenza nella gestione, che sia suscettibile di essere colmata per via analogica, vuoi ricostruendo un principio di competenza dei soci per le decisioni primordiali, vuoi estendendo analogicamente quelle poche disposizioni che assegnano all'assemblea una competenza speciale in materia di gestione» <sup>(295)</sup>.

### **3. La legge sulla tutela del risparmio del 2005**

La legge n. 262/2005 recante “disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari” fu emanata a seguito dei collassi di Cirio e Parmalat come misura d'urgenza necessaria al fine di ristabilire la fiducia dei risparmiatori sul mercato finanziario.

---

<sup>(293)</sup> Cfr. P. ABBADESSA-A. MIRONE, op. cit., pp.309 ss.

<sup>(294)</sup> Cfr., fra gli altri, P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nelle società per azioni: dal codice alla riforma*, op. cit., pp. 80-81.

<sup>(295)</sup> Cfr. P. ABBADESSA-A. MIRONE, op. cit., p. 312.

Con la suddetta legge sono state introdotte modifiche normative in svariati ambiti quali il mercato e i prodotti finanziari, gli emittenti e il governo societario, le autorità di vigilanza e, infine, il sistema sanzionatorio penale e amministrativo <sup>(296)</sup>.

Per quel che più direttamente rileva in questa sede, la legge n. 262/2005 (e le successive modifiche apportate dal d.lgs. n. 303/2006, cosiddetto decreto “Pinza”) ha adottato significative misure volte a migliorare la *governance* delle società aperte che hanno contribuito ad aumentare il grado di imperatività della disciplina delle emittenti quotate <sup>(297)</sup>.

La legge per la tutela del risparmio ha introdotto, tra l’altro, l’obbligo di previsione statutaria del voto di lista per l’elezione degli amministratori; il diritto delle minoranze ad avere un proprio rappresentante nel consiglio di amministrazione e all’interno dell’organo di controllo; l’attribuzione della presidenza dell’organo di controllo a un membro nominato dalle minoranze; la figura degli amministratori indipendenti; i limiti al cumulo degli incarichi <sup>(298)</sup>.

Nondimeno, è stata rafforzata la *voice* degli azionisti attraverso la riduzione del *quorum* per l’esercizio dell’azione di responsabilità da parte dei soci al 2,5%; la possibilità per le minoranze qualificate (che detengono almeno il 2,5% del capitale sociale) di richiedere

---

<sup>(296)</sup> Com’è stato osservato in dottrina (cfr. L. SPAVENTA, *La legge sulla tutela del risparmio: passi avanti, errori e illusioni*, in AGE, 1/2006, p. 11), «i modi e i tempi di approvazione di norme sostanziali riguardanti gli emittenti, gli intermediari, i mercati furono dettati da vicende e problemi di grande importanza sì, ma ad esse estranee».

<sup>(297)</sup> Cfr. G.D. MOSCO, *Le regole di governance per le società quotate: una risorsa o un peso?*, in *Imprese e investitori: crescita, tutele, interessi*, Milano, 2008, pp. 41 ss.

<sup>(298)</sup> Per brevità si farà riferimento solo al sistema tradizionale di amministrazione e controllo. Si tenga presente, però, che la disciplina sulla *governance* varia sensibilmente a seconda del sistema di amministrazione e controllo adottato. Com’è stato efficacemente osservato dalla dottrina (Cfr. G. D. MOSCO, *Rafforzamento dei controlli interni e indebolimenti sistematici degli organi di sorveglianza*, AGE, 1, 2006, pp. 33 ss.), le rilevanti differenze tra i vari sistemi di amministrazione e controllo comportano un rischio di “arbitraggio normativo”.



l'integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea; la previsione di un voto vincolante dei soci sui piani di compensi basati su azioni o strumenti finanziari a favore di esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori (art. 114-*bis* TUF).

Inoltre, il legislatore del 2005 ha potenziato la trasparenza societaria attraverso l'introduzione di nuovi obblighi di informazione verso il mercato (artt. 114 ss. TUF) che riguardano anche l'adesione ai codici di condotta (art. 124-*bis* TUF); ha introdotto altresì la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari (art. 154-*bis* TUF); e ha rafforzato gli strumenti di eterotutela <sup>(299)</sup>.

Anche quest'ultimo intervento legislativo, sebbene finalizzato a ridurre lo squilibrio di potere tra l'assemblea e l'organo amministrativo – certamente accentuato dalla riforma del 2003 – non è stato esente da aspri giudizi critici <sup>(300)</sup>.

Il “nocciolo duro” della riforma del 2005 deve ricercarsi nella scelta del legislatore di diversificare la composizione del consiglio di amministrazione al fine di creare dei contrappesi al potere dell'organo gestorio e riequilibrare gli assetti del governo societario nonché in quella di rafforzare i controlli interni.

L'art. 147-*ter*, commi 3 e 4, TUF, introdotto dalla riforma in commento, prevede infatti che almeno uno dei membri dell'organo amministrativo sia nominato dalla minoranza, attraverso il meccanismo del voto di lista e che, qualora il consiglio di

---

<sup>(299)</sup> Tra i quali si annoverano il potere della Consob di richiedere la pubblicazione di notizie e documenti necessari per l'informazione al pubblico (art. 114 TUF) e quello relativo alla vigilanza generale sull'indipendenza e sull'idoneità tecnica dei revisori contabili (art. 162 TUF); l'attribuzione alla stessa autorità di vigilanza della potestà regolamentare nelle materie relative ai limiti al cumulo degli incarichi (art. 148-*bis* TUF), alle modalità per l'elezione del collegio sindacale (art. 148 TUF) e alla determinazione del corrispettivo per l'incarico di revisione contabile (art. 159 TUF).

<sup>(300)</sup> Secondo G. ROSSI, *Capitalismo opaco*, F. RAMPINI (a cura di), Roma-Bari, 2005, p. 132, la legge sulla tutela del risparmio «è uno spettacolo vergognoso».

amministrazione sia composto da più di sette membri, almeno uno di essi debba essere in possesso dei requisiti d'indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 148, comma 3, TUF e, se lo statuto lo prevede, degli ulteriori requisiti disciplinati dai codici di comportamento.

Fortemente innovativa è la scelta del legislatore di consentire alle minoranze di eleggere un proprio rappresentante all'interno del consiglio di amministrazione.

Una parte della dottrina ha fortemente difeso l'adozione di tale regola mettendo in luce la circostanza che in un mercato come quello italiano, caratterizzato da un elevato grado di concentrazione proprietaria, la soluzione degli amministratori di (*rectius* eletti dalla) "minoranza" è certamente più efficace rispetto a quella degli amministratori indipendenti per attenuare il naturale conflitto che esiste tra socio di maggioranza e azionisti di minoranza <sup>(301)</sup>. Inoltre, è stato osservato che la presenza degli amministratori di minoranza è utile per lo svolgimento un'efficace attività di monitoraggio sull'operato dei membri esecutivi e per instaurare una «sana dialettica» tra i soci di maggioranza e quelli di minoranza <sup>(302)</sup>.

Un'altra parte della letteratura, al contrario, ha severamente criticato la previsione in commento sostenendo che la stessa possa negativamente incidere sul «delicato equilibrio della *governance* della società per azioni» che «è dato da una maggioranza di azionisti,

---

<sup>(301)</sup> Cfr. L. SPAVENTA, *La legge sulla tutela del risparmio: passi avanti, errori e illusioni*, op. cit., p. 15. Cfr. anche F. DENOZZA, *L' "amministratore di minoranza" e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 769 ss., il quale osserva che «La contrapposizione, da alcuni tentata, tra collegio sindacale, organo di controllo in cui le minoranze sono benvenute, e il consiglio, organo di gestione in cui sarebbero fattore di potenziale disturbo, è inaccettabile proprio perché basata su una idea anacronistica delle funzioni di consiglio. Che in presenza (come è normale nelle società quotate) di organi delegati spetti al consiglio una distinta attività di sorveglianza e di controllo della regolarità della gestione mi sembra oggi indiscutibile. Altrettanto indiscutibile mi sembra il contributo che l'amministratore di minoranza può dare al miglior svolgimento di questa attività».

<sup>(302)</sup> Cfr. G.D. MOSCO, *Le regole di governance per le società quotate: una risorsa o un peso?*, op. cit., p. 49.

interessata alla gestione e quindi legittimata a gestire, e da una minoranza, interessata invece a un ritorno patrimoniale dell'investimento, che coopera nel controllo (attraverso il quale può reagire a gestioni scorrette)»<sup>(303)</sup>.

È stato osservato che l'eterogeneità della composizione dell'organo amministrativo<sup>(304)</sup> possa non essere una scelta ottimale sotto il profilo dell'efficienza e dell'unitarietà della gestione stante la possibilità – più concreta che teorica – che l'amministratore di minoranza possa perseguire l'interesse della minoranza da cui è stato nominato più che quello sociale<sup>(305)</sup>. A ben vedere, però, la preoccupazione che gli amministratori di minoranza possano influenzare in maniera determinante le scelte gestorie è priva di fondamento in quanto il loro peso specifico all'interno del consiglio è irrilevante tenuto conto che raramente gli statuti consentono la nomina di più di un amministratore da parte delle minoranze. Tuttalpiù, gli stessi possono vigilare “dall'interno” sull'operato del *management*<sup>(306)</sup>; compito, peraltro, non certo semplice in presenza di

---

<sup>(303)</sup> Cfr. B. LIBONATI, *L'impresa senza equilibrio*, 2005, reperibile nel sito <http://www.lavoce.info/archives/22907/limpresa-senza-equilibrio/>. Cfr. anche F. BONELLI, *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, in *Milano Finanza*, 13 aprile 2005, p.13 il quale afferma che «il governo della società deve essere espressione della maggioranza; prevedere che anche la minoranza ne faccia parte può portare, per superare eventuali contrasti all'interno del consiglio di amministrazione, a mediazioni o consociativismi che sono deleteri per una corretta ed efficiente gestione».

<sup>(304)</sup> Diversamente, si ritiene che la nomina di uno o più sindaci da parte delle minoranze (prevista dall'art. 148 del TUF) sia uno strumento utile per garantire un'efficace controllo sull'attività gestoria globalmente intesa, un controllo di legittimità che non può spingersi a sindacare l'opportunità delle scelte degli amministratori.

<sup>(305)</sup> A tal proposito, F. BONELLI, *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, op. cit., osserva come «la situazione è particolarmente evidente nei casi in cui, come sicuramente potrà accadere, sia un concorrente che acquisti la (piccola) percentuale di azioni che gli consente la nomina di un amministratore».

<sup>(306)</sup> Infatti, nella *Relazione delle Commissioni Permanenti VI (Finanze) e X (Attività Produttive, Commercio e Turismo)* della Camera dei Deputati, *presentata alla Presidenza il 18 febbraio 2005*, p. 8, si legge che «Alla luce delle inefficienze riscontrate nei meccanismi di controllo endosocietari, le Commissioni hanno

amministratori esecutivi ai quali sono attribuiti ampi poteri di gestione.

Anche l'introduzione della figura dell'amministratore indipendente è stata ampiamente criticata in letteratura. È stato sottolineato che «nelle società a capitale concentrato, come sono praticamente tutte le nostre società quotate, gli amministratori indipendenti scelti dagli stessi soci di maggioranza che nominano gli esecutivi possono risultare comunque a questi collegati, al di là di ogni previsione di legge, e in ogni caso incontrano obiettive difficoltà a svolgere il proprio ruolo»<sup>(307)</sup>.

Un altro aspetto controverso della riforma riguarda l'introduzione del meccanismo del voto di lista per l'elezione degli amministratori in base al quale, vengono presentate due o più liste di candidati e gli azionisti possono votare per una sola di queste liste. Inoltre, i seggi all'interno dell'organo amministrativo sono assegnati in proporzione al numero di voti ottenuti da ciascuna lista<sup>(308)</sup>.

---

pertanto ritenuto opportuno introdurre ulteriori garanzie a presidio dell'indipendenza, dell'efficienza e della trasparenza dell'operato degli organi di controllo interno, delineando un intervento correttivo in materia di diritto societario diretto a: valorizzare l'interesse delle minoranze a verificare la correttezza e la regolarità della gestione societaria, prevedendo a tal fine una loro rappresentanza sia nel consiglio di amministrazione, sia nell'organo di controllo, ed estendendo al contempo i necessari poteri di controllo». Per una critica a tale orientamento cfr. M. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 869, il quale ritiene che «Se gli amministratori di minoranza sono portatori di interessi precisi, ancorché di minoranza (...) ha poco senso attribuire loro un ruolo di garanti della *fairness* come quello proposto per gli indipendenti, a meno che non siano contemporaneamente dettate regole per garantire che tali amministratori (o almeno una parte significativa di essi) siano *anche* indipendenti dagli azionisti di controllo e – si aggiunge – da quelli che li hanno nominati».

<sup>(307)</sup> Cfr. G.D. MOSCO, *Le regole di governance per le società quotate: una risorsa o un peso?*, p. 49.

<sup>(308)</sup> Il d.lgs. n. 303/2006 ha introdotto il sistema del voto di lista anche per l'elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza e ha demandato alla Consob la determinazione delle relative modalità di nomina (Cfr. l'attuale formulazione dell'art. 148, comma 2, del TUF e degli artt. 144-*quinquies* - 144-*sexies* del Regolamento Emittenti).

Il voto di lista garantisce che almeno un consigliere di amministrazione venga eletto dagli azionisti di minoranza che propongano una specifica lista per la cui presentazione lo statuto può richiedere una partecipazione non superiore al 2,5% del capitale <sup>(309)</sup>.

A tal proposito è stato osservato che il limite massimo del 2,5% per la presentazione delle liste è «troppo alt[o] per offrire espressione al risparmio diffuso» e «troppo bass[o] considerando la bassa capitalizzazione della maggioranza delle società quotate» <sup>(310)</sup>.

Tuttavia, alcuni studi empirici <sup>(311)</sup> dimostrano come, nella realtà delle società quotate italiane, lo strumento del voto di lista sia scarsamente utilizzato non tanto per la soglia prevista per la presentazione della lista (che è piuttosto bassa), quanto a causa dell'atteggiamento di "apatia razionale" degli azionisti <sup>(312)</sup> o del fatto che la nomina dei rappresentanti in consiglio può derivare da trattative "*behind the scene*" con gli azionisti di controllo. Senza considerare poi che, come visto, solo raramente l'azione degli soci (in particolare degli investitori istituzionali) è volta a interferire sugli assetti di governo societario.

A evidenti finalità di tutela delle minoranze sono ispirate, poi, le disposizioni relative all'organo di sorveglianza.

La legge sulla tutela del risparmio, anzitutto, assegna alla Consob il potere regolamentare di determinare il meccanismo e le modalità di nomina del sindaco effettivo eletto dalle minoranze. Di grande rilievo sono, inoltre, le previsioni che attribuiscono la presidenza del collegio

---

<sup>(309)</sup> O, come risulta dalle successive modiche della norma in commento, «alla diversa misura stabilita dalla Consob con regolamento tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate».

<sup>(310)</sup> Cfr. L. SPAVENTA, *Note su una creatura non nota: il disegno di legge sulla tutela del risparmio*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2006, II, p. 430.

<sup>(311)</sup> Cfr. ASSONIME-EMITTENTI TITOLI, in M BELCREDI-S. BOZZI (a cura di), *Note e studi* 3/2011.

<sup>(312)</sup> Id., Infatti, non si fa ricorso al voto di lista neanche nelle società dove gli azionisti detengono più della percentuale richiesta per la presentazione della lista.

sindacale a un componente eletto dalle minoranze azionarie <sup>(313)</sup> nonché quelle relative al rafforzamento dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza dei sindaci.

Anche i poteri dell'organo di sorveglianza vengono rafforzati attraverso l'attribuzione, ad esempio, della possibilità di deliberare l'azione sociale di responsabilità con la maggioranza dei due terzi; il potere dei singoli sindaci di convocare il consiglio di amministrazione o il comitato esecutivo (previa comunicazione al presidente dell'organo amministrativo) o quello di richiedere la collaborazione ai dipendenti della società al fine di valutare l'adequatezza e l'affidabilità del sistema amministrativo contabile.

#### **4. La rivitalizzazione del ruolo dell'assemblea: un'inversione di tendenza del legislatore europeo e nazionale. Il recepimento in Italia della direttiva 36/2007/CE**

Con il d.lgs. n. 27/2010 (successivamente modificato dal d.lgs. n. 91/2012), il legislatore italiano ha dato attuazione alla cosiddetta *DSHR* (*supra*, cap. 1, § 1) relativa ai diritti degli azionisti delle società quotate.

Come visto, la disciplina comunitaria – frutto di un lungo dibattito istituzionale e accademico sul ruolo dei soci nelle società aperte – è finalizzata a incoraggiare lo *shareholder activism* soprattutto attraverso il rafforzamento dei diritti di *voice* sul piano procedimentale.

Ebbene, la riforma del 2010, una volta tanto, non costituisce una repentina risposta del legislatore agli scandali finanziari (pur in corso nel periodo di recepimento della suddetta direttiva) ma fa parte di un

---

<sup>(313)</sup> Com'è stato osservato (Cfr. G.D. MOSCO, *Le regole di governance per le società quotate: una risorsa o un peso?*, op. cit., p. 50) la previsione ha un impatto notevole se si considera che il presidente «ha nella prassi, più che nella legge, prerogative e poteri ordinatori fondamentali per la gestione del collegio e dei controlli».

più ampio disegno ideato dal legislatore europeo, funzionale alla crescente integrazione dei mercati di capitali che si realizza anche attraverso l'armonizzazione delle regole di diritto societario.

Il d.lgs. n. 27/2010 (successivamente modificato) ha introdotto importanti modifiche sia nel codice civile sia nel TUF. In particolare, tra le principali aree di intervento si annoverano: (i) l'introduzione della regola della *record date* (art. 83-*sexies*, comma 2, TUF); (ii) il rafforzamento dei poteri di iniziativa assembleare relativi alla convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci (art. 2367 c.c.), al diritto pre-assembleare di richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno e a quello garantito ai singoli soci di presentare proposte di deliberazione durante l'assemblea (art. 126-*bis* TUF); (iii) le novità in tema di convocazione assembleare; (iv) l'aumento della trasparenza e dell'informazione assembleare e pre-assembleare; (v) l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione o esprimendo il voto in via elettronica o per corrispondenza (art. 2370, comma 4, c.c., art. 127 TUF); (vi) l'introduzione della regola della maggiorazione del dividendo (art. 127-*quater* TUF); (vii) la liberalizzazione delle deleghe di voto; (viii) la revisione della disciplina della raccolta di deleghe da parte delle associazioni di azionisti.

Anzitutto, il d.lgs. n. 27/2010 ha proceduto a un riordino della disciplina relativa alla gestione accentrata in regime di dematerializzazione (artt. 83-*bis* ss. TUF) e quella relativa agli strumenti finanziari rappresentati da titoli (artt. 85 ss. TUF).

Tuttavia, l'innovazione forse di maggior rilievo apportata dalla riforma in commento è rappresentata dall'introduzione della disciplina della *record date* (data di registrazione) in base alla quale nelle società con strumenti finanziari ammessi alla negoziazione con il consenso dell'emittente nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri Paesi dell'Unione europea, la

legittimazione all'intervento e all'esercizio del diritto di voto è attestata da una comunicazione effettuata dall'intermediario all'emittente sulla base delle evidenze dei conti relative al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea (art. 83-*sexis* TUF) <sup>(314)</sup>.

Il sistema della data di registrazione – pur non imposto dal legislatore europeo <sup>(315)</sup> – è stato introdotto per favorire l'ingresso degli investitori istituzionali esteri nel capitale delle emittenti quotate italiane. Com'è noto, infatti, l'impossibilità di vendere i titoli nel periodo che intercorre tra la certificazione della titolarità dell'intervento e l'esercizio del voto in assemblea costituisce un forte deterrente all'acquisto di tali titoli da parte di questi soggetti.

Inoltre, il sistema della data di registrazione, consentendo di “fotografare” la compagine azionaria in un dato momento (sette giorni di mercato aperto) precedente all'assemblea, risponde a esigenze di carattere organizzativo (particolarmente avvertite nelle società aperte) e riduce il rischio di manovre speculative o cambi di maggioranza a sorpresa.

---

<sup>(314)</sup> Nel caso in cui la società non faccia ricorso al sistema di gestione accentrata, lo statuto può richiedere il preventivo deposito delle azioni presso la sede sociale o presso le banche indicate nell'avviso di convocazione, prevedendo eventualmente un blocco delle azioni prima che l'assemblea abbia avuto luogo. Peraltro, qualora le azioni emesse dalle suddette società siano diffuse fra il pubblico in misura rilevante, tale blocco preventivo non può essere superiore a due giorni non festivi (art. 2370, comma 2, c.c.). Inoltre, lo statuto delle società non quotate le cui azioni sono ammesse alla gestione accentrata può richiedere che «gli strumenti finanziari oggetto di comunicazione siano registrati nel conto del soggetto a cui spetta il diritto di voto a partire da un termine prestabilito, eventualmente prevedendo che essi non possano essere ceduti fino alla chiusura dell'assemblea. Con riferimento alle assemblee dei portatori di azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante il termine non può essere superiore a due giorni non festivi» (art. 83-*sexies*, comma 3, TUF).

<sup>(315)</sup> A tal riguardo, la Direttiva ha precisato che «gli ostacoli che dissuadono gli azionisti dal votare, come il fatto di subordinare l'esercizio dei diritti di voto al blocco delle azioni per un certo periodo precedente l'assemblea, dovrebbero essere eliminati» (considerando n. 3) attraverso il meccanismo della *record date* salvo che le società siano in grado «di desumere nomi e indirizzi dei loro azionisti da un registro aggiornato degli azionisti alla data dell'assemblea» (art. 7).



Attraverso la *record date*, il soggetto legittimato a esercitare il diritto di voto in assemblea potrebbe non essere socio al momento della riunione assembleare.

Tale aspetto ha posto non pochi problemi interpretativi. A ben vedere, un siffatto meccanismo, autorizzando una separazione tra la titolarità della partecipazione e la legittimazione all'esercizio del voto, può dar luogo al fenomeno del cosiddetto *empty voting* in base al quale sarebbe legittimato a votare in assemblea un soggetto privo di qualsivoglia interesse economico in quanto non più parte del contratto sociale. La carenza di tale interesse, secondo alcuni <sup>(316)</sup>, potrebbe comportare una deviazione dal principio di correlazione tra rischio e potere capace di generare inefficienze o (addirittura) danni nella gestione sociale. Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui un soggetto legittimato a esercitare il diritto di voto secondo la regola della *record date* abbia alienato un pacchetto azionario – magari di entità non trascurabile – e contestualmente acquisito partecipazioni in una società concorrente. È evidente che, in tal caso, l'interesse del socio “uscente” che concorre all'approvazione della delibera può essere in conflitto con quello della società.

Nondimeno, non è difficile immaginare che i soci che risultino tali alla data di registrazione e che poi cedano le proprie partecipazioni decidano razionalmente di astenersi dal compiere qualunque azione in quanto non potrebbero, in ogni caso, beneficiare degli eventuali effetti positivi derivanti dalle stesse. In questo senso, dunque, il meccanismo della *record date* potrebbe comportare una riduzione della partecipazione attiva delle minoranze azionarie in assemblea.

---

<sup>(316)</sup> Cfr., fra gli altri, N. DE LUCA, *Titolarità vs legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta” di azioni*, in RDS, 2010, 1, pp. 312 ss.

Inoltre, il fatto che la partecipazione venga alienata – nel periodo compreso tra la data di registrazione e il giorno dell’assemblea – con tutti i diritti sociali “incorporati” nella stessa a eccezione del diritto di voto (che resta in capo all’alienante non più azionista) potrebbe comportare un problema di compatibilità con il *principio di inscindibilità delle azioni* <sup>(317)</sup>.

Significativa è pure la scelta del legislatore di considerare (con una *fictio iuris*) il soggetto che acquisisce la partecipazione dopo la *record date* ma prima dell’adunanza assembleare “assente” ai fini dell’impugnativa della delibera e “non aver concorso all’approvazione delle deliberazioni” ai fini dell’esercizio del diritto di recesso e ciò a prescindere dal voto espresso in assemblea dal legittimato non titolare

---

<sup>(317)</sup> In base a tale principio, i diritti sociali incorporati nelle azioni non possono essere attribuiti a un soggetto diverso rispetto al titolare delle stesse né possono costituire oggetto di separata circolazione. Cfr. B. VISENTINI, *Azioni di società*, in Enc. dir., IV, Milano, 1959, pp. 967 ss.; C. ANGELICI, *Della società per azioni. Le azioni*, in P. SCHLESINGER (diretto da), *Il codice civile. Commentario*, Milano, 1992, pp. 33 ss.; M. BIONE, *Le azioni*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991, pp. 39 ss. Il problema della compatibilità della *record date* con il principio di inscindibilità della partecipazione sociale è stato ampiamente affrontato in dottrina. Da ultimo, L. FURGIUELE, *La legittimazione all’esercizio del voto in assemblea*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 136 ss.; sottolineando la valenza “organizzativa” dell’istituto in commento ha affermato che «il tema della scindibilità si presta ad essere diversamente impostato ove lo si inquadri non come *spostamento della titolarità* dei diritti, ma come esito della *disciplina della legittimazione* ad esercitarli. Può difatti considerarsi che con l’acquisto della partecipazione sociale il socio non consegue una qualità soggettiva, lo *status* appunto, e con il trasferimento non si realizza la successione nella *titolarità* dei diritti sociali, bensì si verifica la *sostituzione* dell’acquirente all’alienante nella *legittimazione* ad azionare i poteri in base alle regole dell’organizzazione (...) La dissociazione fra titolarità e legittimazione si conferma in tal senso come caratteristica strutturale del fenomeno societario in cui le regole di produzione dell’attività sono destinate a prevalere e assorbire istanze diverse». Cfr. anche, C. ANGELICI, *La record date*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, pp. 67 ss.; M. MAUGERI, *Record date e “nuova” inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, pp. 117 ss.; Cfr. M. ONZA, “*Record date*”, *capitale sociale e partecipazione al rapporto sociale (appunti)*, in L. SCHIUMA (a cura di), *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, San Giuliano Milanese (MI), 2014, p. 207.

(art. 127-*bis* TUF); scelta che pure non è andata esente da critiche <sup>(318)</sup>.

Le evidenze empiriche, però, hanno avuto la meglio sulle numerose perplessità e sui dubbi interpretativi avanzati dalla dottrina: il nuovo meccanismo della data di registrazione (insieme alle altre modifiche apportate dal d.lgs. n. 27/2010) ha decisamente contribuito a incrementare la partecipazione delle minoranze (soprattutto degli investitori istituzionali esteri) alle assemblee delle società quotate italiane (*infra*, cap. V, § 1.2.1.).

Passando poi al rafforzamento dei poteri di iniziativa assembleare, occorre segnalare che con il d.lgs. n. 27/2010 è stato ridotto al 5% il *quorum* massimo per la convocazione su richiesta dei soci (art. 2367 c.c.) mentre per richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno (sia indicando altri argomenti sia presentando proposte di deliberazione su quelli già inclusi) è previsto il *quorum* del 2,5% del capitale sociale (art. 126-*bis* TUF). È stata però mantenuta in entrambi i casi l'inammissibilità della convocazione (o dell'integrazione) per gli argomenti sui quali l'assemblea delibera *ex lege* sulla base di una proposta o di una relazione degli amministratori.

Inoltre, fermo restando quest'ultimo limite, l'art. 126-*bis* TUF ha attribuito a tutti coloro che hanno il diritto di voto la facoltà di presentare individualmente nuove proposte di delibera nel corso della riunione assembleare.

Secondo alcuni interpreti <sup>(319)</sup>, dalla previsione di due *quorum* differenti per gli strumenti di convocazione dell'assemblea e di integrazione dell'ordine del giorno sarebbe dato cogliere un evidente *favor* legislativo per il secondo. Considerato che entrambi i poteri di

---

<sup>(318)</sup> Cfr., fra molti, L. FURGIUELE, op. cit., pp. 138 ss.

<sup>(319)</sup> Cfr. S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea nella corporate governance delle società per azioni*, op. cit., pp. 232 ss.

iniziativa consentono agli azionisti di partecipare attivamente e in maniera potenzialmente incisiva nei processi decisionali della società (<sup>320</sup>), la scelta di prevedere un *quorum* più basso per la richiesta integrazione dell'ordine del giorno è ragionevole se si considerano i maggiori costi che la società dovrebbe sopportare per la convocazione di una nuova assemblea.

Secondo quanto disposto dall'art. 126-*bis* TUF la richiesta di integrazione dell'ordine del giorno o presentazione di nuove proposte di delibera deve essere fatta per iscritto, accompagnata da una relazione illustrativa e consegnata all'organo amministrativo il quale mette a disposizione del pubblico (presso la sede sociale e sul sito internet della società secondo quanto previsto dall'art. 125-*ter* TUF) tutta la documentazione corredata da proprie eventuali valutazioni. La stessa regola è prevista dall'art. 125-*ter* TUF, per la richiesta di convocazione dell'assemblea ai sensi dell'art. 2367 c.c. A tal proposito, si osservi che l'obbligo di predisporre una relazione illustrativa è stato introdotto dal legislatore domestico in assenza di una specifica previsione in tal senso nella *DSHR*.

Sempre con riguardo al funzionamento dell'organo assembleare, la nuova disciplina prevede differenti termini di convocazione dell'assemblea a seconda della materie oggetto di discussione (<sup>321</sup>).

---

(<sup>320</sup>) Secondo F. MARTINO, *La definizione dei temi della riunione assembleare*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 101-102, «i due poteri possono essere ordinati per ampiezza crescente: il potere di convocazione include quello di integrazione, in quanto la convocazione postula necessariamente l'individuazione, anche solo minimale, da parte dei soci richiedenti delle materie da sottoporre a delibera. In quest'ottica, appare ragionevole la menzionata graduazione di requisiti partecipativi che legittimano, rispettivamente, l'esercizio del potere di integrazione (...) e di convocazione dell'assemblea (...)».

(<sup>321</sup>) Il termine ordinario di convocazione dell'assemblea è di trenta giorni. Se l'assemblea deve deliberare sull'elezione dei membri dell'organo amministrativo o di controllo il termine è aumentato a quaranta giorni; invece, è diminuito a ventuno nel caso in cui debba adottare provvedimenti di riduzione del capitale sociale ai sensi degli artt. 2446 e 2447 c.c. e di nomina dei liquidatori (art. 125-*bis* TUF).

Inoltre, con le modifiche apportate dal d.lgs. n. 91/2012 la convocazione unica è divenuta l'ipotesi di *default* per le società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio <sup>(322)</sup>.

Nell'ambito delle misure introdotte dal d.lgs. n. 27/2010 quelle relative all'informazione prima, durante e dopo la riunione assembleare assumono un particolare rilievo.

Anzitutto, con riferimento all'informazione pre-assembleare, l'art. 125-*bis* TUF prevede una disciplina molto dettagliata ed esaustiva sul contenuto dell'avviso di convocazione <sup>(323)</sup>. Com'è noto, l'avviso non include tutto il materiale informativo predisposto per la riunione

---

<sup>(322)</sup> Una siffatta disposizione potrebbe essere valutata positivamente dagli azionisti, soprattutto dagli investitori istituzionali, dal momento che conferisce maggiore certezza sul giorno in cui si svolge l'assemblea. D'altra parte, un sistema di convocazioni plurime potrebbe consentire di giungere all'adozione di soluzioni maggiormente ponderate e più ampiamente condivise. Cfr. L. MARCHEGIANI, *La convocazione dell'assemblea*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 50-53.

<sup>(323)</sup> In particolare lo stesso deve contenere: «a) l'indicazione del giorno, dell'ora e del luogo dell'adunanza nonché l'elenco delle materie da trattare; b) una descrizione chiara e precisa delle procedure da rispettare per poter partecipare e votare in assemblea, ivi comprese le informazioni riguardanti: 1) i termini per l'esercizio del diritto di porre domande prima dell'assemblea e del diritto di integrare l'ordine del giorno o di presentare ulteriori proposte su materie già all'ordine del giorno, nonché, anche mediante riferimento al sito Internet della società, le eventuali ulteriori modalità per l'esercizio di tali diritti; 2) la procedura per l'esercizio del voto per delega e, in particolare, le modalità per il reperimento dei moduli utilizzabili in via facoltativa per il voto per delega nonché le modalità per l'eventuale notifica, anche elettronica, delle deleghe di voto; 3) la procedura per il conferimento delle deleghe al soggetto eventualmente designato dalla società ai sensi dell'articolo 135-undecies, con la precisazione che la delega non ha effetto con riguardo alle proposte per le quali non siano state conferite istruzioni di voto; 4) le procedure di voto per corrispondenza o con mezzi elettronici, se previsto dallo statuto; c) la data indicata nell'articolo 83-sexies, comma 2, con la precisazione che coloro che diventeranno titolari delle azioni solo successivamente a tale data non avranno il diritto di intervenire e votare in assemblea; d) le modalità e i termini di reperibilità del testo integrale delle proposte di deliberazione, unitamente alle relazioni illustrative, e dei documenti che saranno sottoposti all'assemblea; d-bis) le modalità e i termini di presentazione delle liste per l'elezione dei componenti del consiglio di amministrazione e del componente di minoranza del collegio sindacale o del consiglio di sorveglianza; e) l'indirizzo del sito Internet indicato nell'articolo 125-quater; f) le altre informazioni la cui indicazione nell'avviso di convocazione è richiesta da altre disposizioni».

assembleare (*dossier* assembleare) ma indica ai soci dove reperire tale materiale e li informa sulle procedure di partecipazione al voto.

Sempre in tema di informazione pre-assembleare, merita di essere segnalata la regola che impone all'organo di amministrazione di fornire entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione «una relazione su ciascuna delle materie all'ordine del giorno» (art. 125-ter, comma 1, TUF) nonché quella relativa al diritto di porre domande anche prima dell'assemblea cui la società è tenuta a rispondere «al più tardi durante la stessa» (art. 127-ter TUF).

Il riconoscimento del diritto di richiedere chiarimenti sui punti all'ordine del giorno appare una scelta appropriata sotto un duplice profilo: da un lato, favorisce l'attivazione di un flusso informativo bidirezionale tra amministratori e soci che consente un miglioramento della qualità dell'informazione e, dall'altro lato, dispone una sorta di anticipazione della fase dibattimentale che garantisce un più elevato grado di consapevolezza degli azionisti nell'esercizio dei propri diritti sociali (<sup>324</sup>). Anche se un siffatto meccanismo comporta notevoli costi (in termini di risorse e di tempo) per la società e potrebbe essere utilizzato strumentalmente per porre in essere azioni di mero disturbo. Per tali ragioni la disciplina in esame prevede che la società possa fornire una risposta unitaria alle domande aventi lo stesso contenuto e che non sia dovuta una risposta, neppure in assemblea, alle domande poste prima della stessa quando le informazioni richieste siano già disponibili in formato “domanda risposta” sul sito internet della

---

(<sup>324</sup>) Secondo S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Riv. Orizzonti di diritto commerciale*, 2014, II, p. 4, «I doveri e i diritti di informazione preassembleare, l'obbligo della società di pubblicare sul proprio sito *internet* le informazioni dovute agli azionisti in vista dell'assemblea e la facoltà di utilizzarlo per fornire le risposte alle domande ricevute, unitamente alla spontanea creazione di *forum* di discussione sul *web* in cui gli azionisti esprimono e scambiano le loro idee e opinioni sulle vicende e le decisioni sociali (...) paiono in grado di esternalizzare perfino il momento del dibattito tra i soci tradizionalmente affidato alla riunione assembleare».

società ovvero quando la risposta a una domanda simile sia stata già pubblicata <sup>(325)</sup> <sup>(326)</sup>).

In tale contesto, diventa fondamentale la previsione di cui all'art. 125-*quater* TUF, che impone alle società quotate di dotarsi di un sito internet sul quale mettere a disposizione, tra l'altro, tutti i documenti che saranno sottoposti all'assemblea agevolando così l'accesso all'informazione societaria anche mediante l'abbattimento dei relativi costi.

La stessa disposizione, poi, impone alla società di pubblicare sul sito web un rendiconto sintetico riguardante la votazione assembleare entro cinque giorni dallo svolgimento della stessa e il verbale dell'adunanza entro trenta giorni.

Con la riforma del 2010, inoltre, è stata prevista la possibilità per lo statuto delle emittenti quotate di consentire ai soci di intervenire in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione o di esprimere il proprio voto in via elettronica o per corrispondenza (tale argomento verrà ripreso e più ampiamente trattato nel cap. IV).

Oltre a ciò, il d.lgs. n. 27/2010, ha introdotto anche la disciplina relativa alla maggiorazione del dividendo (art. 127-*quater* TUF) in base alla quale gli statuti delle società quotate possono riconoscere ai

---

<sup>(325)</sup> È stato correttamente osservato (cfr. R. SACCHI, *L'informazione nella e per la assemblea delle società quotate*, in AGE, 1/2013, p. 109) che la possibilità di rispondere unitariamente, se utilizzata correttamente (e non come espediente per evitare di dare una risposta a domande "scomode") costituisce «un utile strumento di razionalizzazione della dialettica pre-assembleare e assembleare e consente di concentrare l'informazione (...) sulle questioni più importanti».

<sup>(326)</sup> Inoltre, al fine di rendere ordinato lo svolgimento della "discussione pre-assembleare", l'art. 127-*ter* TUF dispone che l'avviso di convocazione debba indicare il termine entro il quale le domande poste prima dell'assemblea devono pervenire alla società (*cut-off date*). Tale termine non può essere anteriore a tre giorni precedenti la data dell'assemblea in prima o unica convocazione, ovvero a cinque giorni qualora l'avviso di convocazione preveda che la società fornisca, prima dell'assemblea, una risposta alle domande pervenute. In tal caso le risposte sono fornite almeno due giorni prima dell'assemblea anche mediante la pubblicazione in un'apposita sezione del sito web della società.

soci che conservino le proprie azioni per un periodo di tempo non inferiore a un anno, una maggiorazione del dividendo che non può essere superiore al 10% dei dividendi distribuiti alle altre azioni e può essere riconosciuta a ciascun socio nei limiti del 5% della partecipazione al capitale sociale. Tale regola non è stata imposta dalla *DSHR* ma è frutto di una scelta del legislatore domestico finalizzata a favorire la stabilità della compagine azionaria e incoraggiare le politiche di investimento di lungo periodo che sono strumentali al coinvolgimento attivo dei soci nel governo dell'impresa<sup>(327)</sup>.

Anche la disciplina sulle deleghe di voto è stata oggetto di revisione ad opera della riforma del 2010<sup>(328)</sup>.

In primo luogo, è stata prevista la possibilità di conferire la delega con un documento informatico sottoscritto in forma elettronica ai sensi dell'articolo 21, comma 2, del decreto legislativo 7 marzo 2005, n. 82 (art. 135-*novies*, comma 6, TUF).

In secondo luogo, è stata introdotta come regola di *default* la designazione da parte della società di un soggetto (*rappresentante designato dalla società con azioni quotate*) che esercita il voto su tutte

---

<sup>(327)</sup> Cfr. Relazione di accompagnamento al Decreto legislativo "Recepimento della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, in attuazione della delega di cui all'articolo 31 della legge 7 luglio 2009 n. 88", p. 10. Cfr., anche, G. GUERRIERI, op. cit., pp. 531-532; Cfr. E. MARCHISIO, *La maggiorazione del dividendo*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 183 ss.

<sup>(328)</sup> Cfr., fra molti, R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 31 ss.; F. ACCETTA, *Le deleghe di voto*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 295 ss.



o alcune proposte all'ordine del giorno secondo le istruzioni ricevute e senza costi per il delegante <sup>(329)</sup>.

In terzo luogo, sono stati soppressi i limiti quantitativi al cumulo delle deleghe conferite a uno stesso rappresentate (previsti per le società chiuse dall'art. 2372, comma 6, c.c.) e i divieti soggettivi (previsti dall'art. 2372, comma 5, c.c. per le società non quotate).

L'attuale formulazione dell'art. 135-*decies* TUF consente, infatti, di conferire la delega anche a un rappresentante che abbia un interesse in conflitto purché quest'ultimo «comunichi per iscritto al socio le circostanze da cui deriva tale conflitto e purché vi siano specifiche istruzioni di voto per ciascuna delibera in relazione alla quale il rappresentante dovrà votare per conto del socio». La stessa disposizione, poi, individua a titolo esemplificativo alcuni soggetti che sono considerati (con una presunzione assoluta) in conflitto di interessi e che sono, pertanto, sempre tenuti ad adempiere ai suddetti obblighi.

Nelle società quotate, perciò, le regole di trasparenza – volte a consentire ai soci il conferimento consapevole della delega di voto – sostituiscono i divieti soggettivi di rappresentanza.

Ulteriori modifiche sono state introdotte in materia di sollecitazione e raccolta di deleghe. In particolare, la disciplina della sollecitazione è stata liberalizzata attraverso l'abolizione della figura del committente che, in passato, doveva obbligatoriamente avvalersi di intermediari abilitati per effettuare la sollecitazione. L'attuale normativa, infatti,

---

<sup>(329)</sup> Il comma 2 dell'art. 134 del regolamento Consob n. 11971/1999 e successive modifiche (di seguito, anche regolamento emittenti) prevede i casi, del tutto eccezionali, in cui il rappresentate designato dalla società può discostarsi dalle istruzioni ricevute e gli adempimenti formali che è tenuto a compiere.

consente a chiunque di promuovere la sollecitazione per la raccolta delle deleghe di voto, anche alla stessa società emittente <sup>(330)</sup>.

Inoltre, in base al novellato art. 136, comma 1, lett. b), TUF la raccolta di deleghe a opera delle associazione degli azionisti non costituisce per legge una sollecitazione nemmeno quando è «rivolta a più di duecento azionisti su specifiche proposte di voto ovvero accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto» <sup>(331)</sup>.

### **5. Ulteriori interventi finalizzati a rivalutare il ruolo dell'assemblea**

Sulla stessa traiettoria tracciata dal legislatore europeo si collocano alcune modifiche normative intervenute negli ultimi anni finalizzate (almeno in astratto) a rivitalizzare il ruolo dell'assemblea e a incoraggiare lo *shareholder engagement*.

Si pensi, ad esempio, all'introduzione dell'art. 123-ter TUF ad opera del d.lgs. n. 259/2010 recante *Recepimento delle Raccomandazioni della Commissione europea 2004/913/CE e 2009/385/CE in materia di remunerazione degli amministratori delle società quotate* che prevede un voto non vincolante dell'assemblea ordinaria sulla prima parte della relazione sulla remunerazione, ossia quella che illustra la politica adottata dalla società in materia di remunerazione e le procedure utilizzate per attuarla.

Inoltre, non c'è dubbio che con la previsione di una serie di ipotesi di esclusione dall'"azione di concerto" (art. 44-*quater* del regolamento

---

<sup>(330)</sup> Solo in quest'ultimo caso la società che si fa promotrice della sollecitazione è tenuta ad accettare tutte le deleghe anche quelle difformi alla propria proposta (art. 138, commi 2 e 4, regolamento emittenti). In tutti gli altri casi il promotore ha il potere di decidere se accettare o meno le deleghe non conformi alla propria proposta.

<sup>(331)</sup> Al contrario, non si può escludere che l'associazione si faccia promotrice anche di una sollecitazione rivolgendosi ad azionisti non associati in quanto, come visto, sono stati aboliti i limiti soggettivi alla sollecitazione.

emittenti) ai fini dell'OPA obbligatoria, la Consob abbia voluto incentivare l'attivismo degli investitori agevolando le forme di coordinamento stabile che consentono di ridurre i costi – che vengono così ripartiti tra una pluralità di azionisti tra loro coordinati – dell'attività di monitoraggio sull'azione degli amministratori <sup>(332)</sup>.

Anche con la disciplina sulle operazioni con parti correlate introdotta con regolamento n. 17221/2010 (in attuazione dell'art. 2391-*bis* c.c.) la Consob ha, in qualche modo, inteso favorire le minoranze azionarie prevedendo il meccanismo del *whitewash* in base al quale lo statuto può richiedere l'autorizzazione dell'assemblea ordinaria (senza il voto contrario della maggioranza dei soci non correlati presenti in assemblea, purché rappresentino almeno una percentuale minima del capitale non inferiore al 10%) per il compimento delle operazioni di maggiore rilevanza per le quali il comitato degli amministratori indipendenti e non correlati abbia già espresso un parere negativo, e ciò quandanche non si tratti di operazioni di competenza assembleare (artt. 8, comma 2, 11 e 13, comma 3, lett. b), regolamento emittenti).

Bisogna menzionare anche le modifiche apportate agli artt. 104 ss. TUF in tema di misure difensive in caso di OPA. L'attuale disciplina prevede che, salvo diversa previsione statutaria, il compimento delle misure difensive deve essere autorizzato dall'assemblea ordinaria o straordinaria a seconda dell'oggetto della decisione (cosiddetta *passivity rule*). Inoltre, tale autorizzazione è necessaria anche per l'attuazione di ogni decisione che sia stata presa prima dell'inizio del periodo di offerta, che non sia ancora stata attuata e che non rientri nel corso normale delle attività della società qualora possa contrastare il

---

<sup>(332)</sup> Cfr., fra molti, G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, pp. 109 ss.

conseguimento degli obiettivi dell'offerta (art. 104, comma 1-*bis*, TUF).

Inoltre, la Consob ha previsto un intervento delle minoranze (attraverso il meccanismo di *whitewash*) per l'esenzione dall'obbligo di OPA conseguente a operazioni di fusione o scissione (art. 49, comma 1, lett. g), regolamento emittenti) o qualora il superamento della soglia rilevante si realizzi in presenza di una situazione di crisi (art. 49, comma 1, lett. b) n. 3, (i), regolamento emittenti).

Un'altra importante novità, di recente introdotta dal legislatore domestico, è quella relativa alla "maggiorazione del voto" <sup>(333)</sup>. L'art. 20, del d.l. n. 91/2014, convertito con modificazioni in l. n. 116/2014, ha inserito nel TUF l'art. 127-*quinquies* in base al quale gli statuti possono prevedere «che sia attribuito un voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2». Occorre, sin da subito, precisare che la "maggiorazione del voto" attribuita al singolo azionista è cosa ben diversa dall'emissione di azioni a voto multiplo che è preclusa alle società quotate (art. 127-*sexies*, comma 1, TUF) <sup>(334)</sup> <sup>(335)</sup>.

In base alle nuove disposizioni, la determinazione delle modalità per la maggiorazione del voto e l'accertamento dei relativi presupposti

---

<sup>(333)</sup> Cfr. ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circ. n. 10 del 7 aprile 2015.

<sup>(334)</sup> La possibilità di prevedere azioni con diritto di voto plurimo è oggi ammessa solo per le società non quotate (art. 2351 c.c.). Tuttavia, è previsto che «le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti» (art. 127-*sexies*, comma 2, TUF).

<sup>(335)</sup> Secondo E. MARCHISIO, op. cit., pp. 218 ss., la maggiorazione del voto, così come quella del dividendo, rappresenta un beneficio attribuito alla persona del socio (al verificarsi di una circostanza, ossia la detenzione delle azioni per un certo periodo di tempo) e non determina la creazione di una specifica categoria di azioni. A tal proposito, l'a. afferma che «il voto multiplo è una caratteristica dell'azione, il voto maggiorato è un beneficio attribuito alla persona che la detiene».

nonché la creazione di un apposito elenco è rimessa allo statuto. Il legislatore, poi, ha attribuito alla Consob il potere di emanare le disposizioni di attuazione della disciplina in esame (art. 127-*quinquies* TUF) <sup>(336)</sup>.

In questa sede non è possibile analizzare nel dettaglio i numerosi spunti di riflessione offerti dalla novella normativa, ma ci si può rapidamente soffermare su alcuni aspetti relativi alla sua funzione.

In primo luogo, sembra che la maggiorazione del voto a beneficio di azionisti di lungo periodo sia stata introdotta al fine di favorire la quotazione delle imprese. Infatti, nella relazione al decreto si legge che «il timore di perdere il controllo a seguito della quotazione rappresenta uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane. Una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio “*one share one vote*” può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione (...) e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento».

Secondo una parte della letteratura, il meccanismo della maggiorazione del voto potrebbe contribuire a disincentivare le forme di controllo di tipo coalizionale – tendenzialmente poco trasparenti e non gradite dagli investitori istituzionali – favorendo, al contrario, assetti proprietari in cui il controllo è nelle mani di un singolo azionista <sup>(337)</sup>. A tal proposito, è stato osservato che la maggiorazione

---

<sup>(336)</sup> Con delibera del 19 dicembre 2014 n. 19084 recante modifiche al regolamento Consob n. 11971/1999 e successive modificazioni, la Consob ha dato attuazione alle novità introdotte dal d.l. n. 91/2014, convertito con modificazioni in l. n. 116/2014.

<sup>(337)</sup> A tal proposito è stato osservato che «laddove il controllo è esercitato attraverso una coalizione di azionisti, invece che da un singolo azionista, la partecipazione degli investitori istituzionali è minore», così M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: un'analisi empirica*, op. cit., p. 10. Per una posizione favorevole alla disciplina in esame cfr. M. MUCCHETTI, *Perché va difeso il voto plurimo?*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 agosto 2014.

del voto è uno strumento predisposto a tutela dei soci di minoranza proprio in quanto costituisce un «meccanismo trasparente di governo dell'impresa, di acquisizione, conservazione e rafforzamento del controllo»<sup>(338)</sup>.

Altra dottrina, invece, critica aspramente la novella normativa affermando che la disciplina in commento «blocca un salutare ricambio ai vertici del potere economico in Italia» riducendo il grado di contendibilità del controllo societario<sup>(339)</sup>

In secondo luogo, l'introduzione della maggiorazione del voto sembra intesa a scoraggiare le forme di investimento speculative e a favorire quelle di lungo periodo ritenute necessarie per stimolare un coinvolgimento attivo degli azionisti nel governo dell'impresa.

A ben vedere, tale strumento è potenzialmente idoneo a rafforzare l'autotutela dei soci estranei al gruppo di comando, soprattutto degli investitori istituzionali, che potrebbero beneficiare del "maggior peso" in assemblea per esercitare un' incisiva azione di monitoraggio sull'attività degli amministratori. È pur vero che, perché ciò accada, occorre che gli investitori istituzionali mutino la propria strategia di investimento passando dall'ottica di breve a quella di lungo periodo<sup>(340)</sup>.

Ma in assenza di un effettivo utilizzo dello strumento da parte degli investitori istituzionali il meccanismo della maggiorazione del voto comporterebbe addirittura un pregiudizio per i soci di minoranza che vedrebbero ridotto il proprio potere a causa dell'aumento dei diritti di

---

<sup>(338)</sup> Cfr. V. CARRIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 184.

<sup>(339)</sup> Cfr. L. ZINGALES, *Quel voto plurimo così opaco*, in *Il Sole 24 Ore*, 1 agosto 2014. Secondo l'a. la regola della maggiorazione del voto sarebbe stata ideata al fine di consentire allo Stato italiano di continuare a detenere il controllo in caso di cessione dei pacchetti azionari delle società quotate partecipate.

<sup>(340)</sup> Già nel 2009, in Italia, l'orizzonte temporale di investimento medio degli investitori istituzionali era inferiore a un anno (Cfr. B. BERTOLDI, *Forse opaco ma certo utile al nostro tessuto industriale*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 agosto 2014).

voto del socio di maggioranza. Una parte della letteratura, infatti, è dell'idea che la maggiorazione del voto sia uno strumento a esclusivo vantaggio del socio di controllo <sup>(341)</sup>.

Forse è ancora troppo presto per esprimere un giudizio definitivo sugli effetti che le nuove disposizioni avranno sulla *governance* delle emittenti quotate italiane e, più in generale, sul mercato di capitali. Probabilmente, però, stante l'elevato livello di concentrazione proprietaria delle società quotate domestiche è difficile immaginare che il nuovo quadro normativo sia in grado di incoraggiare l'attivismo degli investitori istituzionali <sup>(342)</sup>.

---

<sup>(341)</sup> Cfr. REDAZIONE WALL STREET ITALIA, *Zingales, il voto plurimo e il rischio di fuga di capitali dall'Italia*, 3 febbraio 2015, nel quale vengono riportate le opinioni dell'economista.

<sup>(342)</sup> Cfr. E. MARCHISIO, op. cit., p. 252.

## Capitolo IV

### **Un'assemblea “moderna” per le società quotate: la sfida del web 2.0 e dei *social network***

SOMMARIO: 1. La rivoluzione dei *social media*: alcuni cenni sulle potenzialità degli strumenti offerti dalle nuove tecnologie. 2. L'utilizzo delle ICT nell'ambito del procedimento assembleare delle società per azioni: il quadro normativo europeo e nazionale. 2.1. Voto per corrispondenza, voto elettronico e partecipazione ai lavori assembleari con mezzi elettronici. 2.2. La funzione della collegialità e le nuove tecnologie. 2.3. I *social network* e lo *shareholder activism*.

#### **1. La rivoluzione dei *social media*: alcuni cenni sulle potenzialità degli strumenti offerti dalle nuove tecnologie**

Le innovazioni tecnologiche che vanno, in genere, sotto il nome di ICT (*Information and Communication Technology*) hanno drasticamente influenzato la vita dell'uomo.

Indubbi sono i vantaggi in termini di semplificazione della comunicazione offerti dal web: «Internet difficilmente può essere considerata una risorsa soggetta a scarsità. Fornisce una relativamente illimitata capacità a basso costo per comunicazioni di ogni tipo»<sup>(343)</sup>.

Nondimeno, la digitalizzazione dei contenuti (immagini, suoni, testi, ecc.), ha consentito una razionalizzazione nella produzione e nella diffusione dell'informazione distribuita sul web, con notevoli benefici in termini di tempo, spazio e costi per gli utenti della rete.

Negli ultimi anni si è assistito al passaggio dalla prima forma di internet, il web 1.0, alla sua evoluzione, il web 2.0. Quest'ultimo è

---

<sup>(343)</sup> Estratto della sentenza della Corte Suprema degli Stati Uniti (Sentenza *Reno v. ACLU* del 26 giugno 1997) riportato da G. ZICCARDI, *La libertà di espressione in internet al vaglio della Corte Suprema degli Stati Uniti*, 1998, reperibile nel sito [www.ziccardi.org](http://www.ziccardi.org).



stato definito come «un set di tendenze economiche, sociali e tecnologiche che insieme costituiscono la base per la nuova generazione di Internet: un mezzo più maturo e distintivo caratterizzato dalla partecipazione dell'utente, dall'apertura e dagli effetti di rete» <sup>(344)</sup>.

Con il web 2.0 si è sviluppato l'aspetto sociale della rete; infatti, la comunicazione (che avviene attraverso blog, social network e wiki) è divenuta interattiva e il flusso di informazione bidirezionale: i fruitori hanno assunto un ruolo attivo potendo essi stessi modificare i contenuti esistenti o crearne dei nuovi entrando anche in contatto gli uni con gli altri. Al contrario, il web 1.0 diffuso sino agli anni Novanta, prevedeva un modello di comunicazione unidirezionale nel quale l'utente aveva un ruolo pressoché passivo potendo solo visualizzare i contenuti predisposti dall'autore del sito internet.

In estrema sintesi, i caratteri fondamentali del fenomeno del web 2.0 sono la partecipazione interattiva alla pubblicazione dei contenuti sul web e la condivisione di informazioni tra una moltitudine di utenti che si aggregano facilmente per formare vere e proprie reti sociali.

Secondo la gran parte della letteratura, l'evoluzione delle tecnologie della comunicazione – che ha reso possibile l'instaurazione di rapporti totalmente virtuali tra due o più individui – si pone in un rapporto di reciproca influenza con il diritto: da un lato, la regolamentazione deve adeguarsi al nuovo modo di comunicare tra i soggetti che instaurano tra loro rapporti giuridici a vario titolo e, dall'altro lato, lo sviluppo della tecnologia dipende anche dai limiti imposti dalle disposizioni normative che ne disciplinano il contenuto <sup>(345)</sup>.

---

<sup>(344)</sup> Cfr. T. O'REILLY, *What Is Web 2.0*, in O'Reilly Network, 30 settembre 2005.

<sup>(345)</sup> Cfr. G. CORASANTI, *Esperienza giuridica e sicurezza informatica*, Milano, 2003, p. 45 ss. Inoltre, secondo Z. ZENOCOVICH, *Informatica ed evoluzione del diritto*, in *Dir. inf.*, 2003, p. 90, «non è (...) l'invenzione in sé che fa evolvere il diritto, quanto una serie di interazioni più complesse fra la diffusione

Com'è stato ben messo in evidenza dalla dottrina, in un tale contesto al diritto (soprattutto a quello civile e commerciale) è demandato l'arduo compito di coniugare gli straordinari vantaggi in termini di semplificazione derivanti dalle nuove tecnologie informatiche con le ineliminabili esigenze di certezza e stabilità dei rapporti giuridici proprie di ogni sistema normativo <sup>(346)</sup>.

## **2. L'utilizzo delle ICT nell'ambito del procedimento assembleare delle società per azioni: il quadro normativo europeo e nazionale**

L'avvento delle nuove tecnologie e lo sviluppo del web 2.0 (che, come detto, incoraggia una dialettica interattiva tra una miriade di utenti in tutto il mondo) non poteva lasciare indifferente il diritto societario e, in particolare, i procedimenti decisionali delle assemblee nelle società per azioni quotate dove le esigenze informative, di comunicazione e di aggregazione sono maggiormente avvertite.

Il legislatore comunitario con la direttiva 2007/36/CE ha introdotto alcune misure di informatizzazione dell'organizzazione societaria che consentono agli azionisti di partecipare al procedimento decisionale assembleare attraverso i moderni strumenti offerti dalla tecnologia.

In particolare, la *DSHR* ha imposto a tutte le società quotate l'obbligo di dotarsi di un sito internet sul quale inserire tutte le informazioni *pre* e *post* assembleari utili per i soci <sup>(347)</sup>. Inoltre, l'utilizzo dei mezzi elettronici è previsto per tutte le fasi assembleari, ossia per la

---

dell'invenzione ed i processi sociali e fra questi ed il diritto». A tal proposito, C. SANDEI, *Organizzazione societaria e Information Technology*, Padova, 2010, p. 10, afferma che «se in principio è la diffusione di nuove tecnologie a stimolare il rinnovamento delle norme giuridiche, la definitiva e completa affermazione di queste stesse tecniche finisce per dipendere spesso proprio dalla capacità del legislatore di disciplinarle efficacemente, così come di fare luce sulle inesplorate problematiche che a queste si accompagnano».

<sup>(346)</sup> Cfr. ampiamente C. SANDEI, op. cit.

<sup>(347)</sup> Cfr. art. 5 *DSHR*.

convocazione dell'assemblea che avviene mediante «mezzi di comunicazione che possono ragionevolmente garantire un'effettiva diffusione» in modo tale da «assicurare un accesso rapido e su base non discriminatoria» <sup>(348)</sup>; l'iscrizione di nuovi punti all'ordine del giorno o la presentazione di proposte di delibera <sup>(349)</sup>; la partecipazione all'assemblea e per l'esercizio del diritto di voto <sup>(350)</sup>; il conferimento delle deleghe di voto <sup>(351)</sup>; il voto per corrispondenza che può essere esercitato in qualunque modo <sup>(352)</sup>.

Ciononostante, occorre tener presente che il legislatore europeo non ha definito le modalità attraverso cui devono essere esercitati i diritti dei soci mediante mezzi elettronici <sup>(353)</sup> ma ha imposto solo agli Stati membri il divieto di introdurre limiti all'esercizio dei suddetti diritti salvo che ciò non risulti necessario al fine di assicurare l'identificazione degli azionisti e la sicurezza delle comunicazioni elettroniche e sempre che tali limiti siano proporzionati al raggiungimento degli obiettivi.

Inoltre, la scelta comunitaria è quella di non obbligare gli Stati membri a introdurre nell'ordinamento nazionale le citate disposizioni bensì di prevedere che gli stessi garantiscano alle emittenti il potere di adottarle per via statutaria <sup>(354)</sup>.

---

<sup>(348)</sup> Cfr. art. 5.2 DSRH.

<sup>(349)</sup> Cfr. art. 6 DSRH.

<sup>(350)</sup> Cfr. art. 8 DSRH.

<sup>(351)</sup> Cfr. art. 11 DSRH.

<sup>(352)</sup> Cfr. art. 12 DSRH.

<sup>(353)</sup> L'approccio adottato dal legislatore europeo è condivisibile nella misura in cui non preclude l'applicazione di ulteriori ed eventuali strumenti elettronici – frutto dell'evoluzione della tecnologia – per l'esercizio dei diritti degli azionisti nelle società quotate. Di contrario avviso è C. SANDEI, op. cit., pp. 95-96, secondo la quale «sarebbe stato preferibile se il legislatore, oltre a individuare gli ambiti della digitalizzazione, ne avesse individuato anche le specifiche modalità di attuazione».

<sup>(354)</sup> Tale approccio è stato ampiamente criticato in dottrina. Cfr. C. SANDEI, op. cit., p. 94, secondo la quale esiste un concreto rischio che «le misure informatiche facoltative restino in sostanza lettera morta» se si considera che «l'informatizzazione risulta maggiormente funzionale alle esigenze della minoranza, appare quanto meno improbabile che la maggioranza – che da ciò non avrebbe alcun

A livello nazionale, le disposizioni relative alla digitalizzazione del procedimento assembleare dettate dalla *DSHR*, sono state recepite con il più volte citato d.lgs. n. 27/2010 che ha impresso una decisa accelerazione al dibattito nazionale sull'utilizzo della ICT nell'organizzazione societaria, timidamente iniziato prima della riforma del diritto societario del 2003 <sup>(355)</sup>.

Il nostro Paese, anche rispetto ad altri ordinamenti <sup>(356)</sup>, arriva con lentezza ad affrontare le questioni relative all'uso delle tecnologie e di

---

vantaggio, anzi, semmai lo svantaggio di un maggior controllo da parte della minoranza e dei costi di gestione più elevati – ne possa decidere l'introduzione». Anche S. TURELLI, *Assemblea di società per azioni ed esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, IV, pp. 449-450, giudica negativamente l'approccio adottato dal legislatore europeo in quanto in un contesto come quello italiano il meccanismo di *race to the top* non funziona. Infatti, «dove è assente un “mercato” in grado di valutare, ed eventualmente sanzionare, il comportamento “non virtuoso” degli emittenti, più che stimolare la competizione in ordine all'introduzione di clausole volte a facilitare ed agevolare l'esercizio del diritto di voto, induca le società a sfruttare la possibilità di non dare attuazione concreta a molte delle previsioni comunitarie, tra le quali, anche e soprattutto, quelle sul ricorso ai mezzi elettronici per l'esercizio del voto».

<sup>(355)</sup> Il legislatore del 2003, infatti, con l'art. 2370, comma 3, c.c., aveva già introdotto la possibilità di prevedere per via statutaria l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione o l'espressione del voto per corrispondenza. Inoltre, aveva attribuito alle sole s.p.a. chiuse la possibilità di utilizzare mezzi elettronici per la convocazione dell'assemblea (art. 2366, comma 3, c.c.). Sull'evoluzione del quadro normativo nazionale in materia di partecipazione a distanza, voto per corrispondenza e voto elettronico cfr. M. NICOLAI, *Nuove modalità di intervento e di voto in assemblea*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 152 ss. Sul dibattito relativo all'applicazione della ICT al procedimento assembleare precedente alla riforma del diritto societario cfr., fra molti, M. PALMIERI, *Diritto societario virtuale*, in *Contratto e impresa*, 2000, pp. 830 ss.; P. MARCHETTI, *La “prudente” innovazione dell'assemblea virtuale*, in *Notariato*, 2001, pp. 221 ss.; M. NOTARI, *L'assemblea e i processi decisionali dei soci nelle proposte di riforma delle società non quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 130 ss.; I. DEMAURO, *Collegialità societaria e nuove tecnologie*, in *Riv. not.*, 2001 pp. 59 ss.; R. GUIDOTTI, *Il consiglio di amministrazione e l'assemblea dei soci nell'era di internet*, in *Contratto e impresa*, 2001, pp. 840 ss.

<sup>(356)</sup> Lo stato del Delaware (USA) nel 2000 ha integrato il *Delaware General Corporation Law* con i cosiddetti “*Technology Amendments*” in base ai quali è consentito lo svolgimento delle assemblee *on line* e l'utilizzo dei mezzi “*of remote communication*” per partecipare ai lavori assembleari o per ricevere le informazioni a esse relative. L'esempio del Delaware è stato seguito da altri Stati nordamericani che hanno introdotto analoghe misure di informatizzazione delle assemblee delle *corporation* (si pensi, ad esempio, al Chapter 156 D: Section 7.08 del General Laws

internet nel procedimento assembleare. Secondo una parte della dottrina, tale ritardo è da imputare non solo al più lento progresso della tecnologia digitale rispetto ad altri paesi ma anche alle resistenze conservatrici dei giuristi italiani che spesso hanno mostrato una certa diffidenza rispetto all'utilizzo di strumenti tecnologici – le cui potenzialità e caratteristiche non sono ancora pienamente conosciute – nell'organizzazione societaria <sup>(357)</sup>.

Tra le novità di maggior rilievo apportate dal d.lgs. n. 27/2010 si annoverano certamente le modifiche all'art. 2370 c.c. in base al quale «lo statuto può consentire l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica»; quelle relative all'art. 127 TUF, che disciplina il voto per corrispondenza o in via elettronica per le società quotate, in base al quale è stato attribuito un potere regolamentare alla Consob di definire «le modalità di esercizio del voto e di svolgimento dell'assemblea» nei casi previsti dall'art. 2370, comma 4, c.c.; e quelle relative all'art. 135-*novies*, comma 6, TUF che prevede la possibilità di conferire la delega di voto con documento informatico in forma elettronica ai sensi dell'articolo 21, comma 2, del d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82.

Il legislatore domestico, seguendo la stessa linea di quello comunitario in sede di attuazione della direttiva 2007/36/CE, ha disegnato un quadro normativo che comprende una serie di disposizioni per lo più di principio che non contengono indicazioni di carattere tecnico sull'utilizzo delle applicazioni informatiche nel procedimento assembleare. In realtà, un maggior grado di dettaglio è previsto per la

---

of Massachusetts o agli art. 2.24, 2.25 e 2.26 del Texas Business Corporation Act). Per una sintetica descrizione del quadro normativo adottato dagli Stati federati degli USA cfr. VAN DER KRANS, *The Virtual Shareholder Meeting: How to make it work*, in *Journal Int. Commer. Law Techn.*, 2007, 2, pp. 37 ss.

<sup>(357)</sup> Cfr. C. SANDEI, op. cit., p. 89.

disciplina delle società quotate per le quali la Consob, in ottemperanza a quanto disposto dall'art. 127 TUF, ha emanato le disposizioni regolamentari di cui agli artt. 140 ss. del regolamento emittenti <sup>(358)</sup>.

La scelta del legislatore di dettare un nucleo di regole minime per la partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici e per l'esercizio del diritto di voto per corrispondenza o in via elettronica lascia ampio spazio all'autonomia statutaria nella determinazione delle disposizioni di dettaglio che ne regolano il contenuto tecnico, autonomia che è amplissima per le società per azioni non quotate che non hanno l'obbligo di rispettare i precetti dettati dalla Consob e più ristretta per quelle quotate <sup>(359)</sup>.

Tuttavia, occorre osservare che le disposizioni che regolano l'utilizzo di mezzi elettronici nell'ambito del procedimento assembleare, pur attribuendo un ruolo fondamentale all'autonomia statutaria, si collocano all'interno di un sistema tradizionale di regole societarie basato su principi e precetti ben collaudati che pongono dei limiti nella determinazione in concreto delle procedure telematiche dell'assemblea. A tal proposito, la dottrina ha individuato anzitutto un primo limite nel rispetto dei diritti inderogabili del socio <sup>(360)</sup> e nella

---

<sup>(358)</sup> Tuttavia, occorre osservare che alcune delle disposizioni regolamentari emanate dalla Consob riproducono le formule utilizzate dal legislatore comunitario e, in ogni caso, da una lettura complessiva degli artt. 140 ss. del regolamento emittenti emerge che «l'autorità di vigilanza [sugli aspetti tecnici], ha ritenuto, verosimilmente, di non dover ovvero di non poter dettare norme che avrebbero potuto rivelarsi eccessivamente rigide con il conseguente impedimento di un efficace e di un efficiente uso e sviluppo delle moderne tecnologie» e che, pertanto, in tale contesto, «le previsioni in ordine ai concreti meccanismi di utilizzo delle nuove modalità di intervento e di voto in assemblea possono essere contenute, attenendo a un momento auto-organizzativo, nel regolamento dei lavori dell'assemblea»; così M. NICOLAI, op. cit., pp. 158-159.

<sup>(359)</sup> Nondimeno, come previsto dall'art. 8.2 della *DSHR*, occorre in ogni caso garantire «l'identificazione degli azionisti e la sicurezza delle comunicazioni elettroniche». A riguardo, cfr. C. SANDEI, op. cit., pp. 160 ss.

<sup>(360)</sup> Ad esempio, secondo M. NICOLAI, op. cit. p. 159, il voto telematico o quello postale possono costituire una modalità alternativa e non sostitutiva a quello esercitato intervenendo fisicamente all'adunanza. Cfr. anche E. PEDERZINI, op. cit. p. 116, la quale afferma che «Nella prospettiva dei criteri che debbono presiedere

parità di trattamento tra gli azionisti (<sup>361</sup>). Un ulteriore limite all'autonomia statutaria è poi da ricercarsi nel rispetto della «sostanza» del metodo collegiale sia pur indebolito dalla – totale o parziale – rinuncia alla fase dibattimentale (*infra*, § 2.2.) (<sup>362</sup>).

Nondimeno, con riferimento alla determinazione delle regole procedurali relative allo svolgimento dell'assemblea mediante l'utilizzo di mezzi elettronici, assume particolare rilievo la scelta, rimessa alle stesse società, di disciplinare tale materia attraverso lo statuto o il regolamento assembleare. A tal proposito, ferma restando la necessità di un'espressa previsione statutaria che ammetta il voto per corrispondenza, quello elettronico e la possibilità di intervento mediante mezzi di telecomunicazione, è possibile che: (i) lo statuto si limiti a stabilire una generica previsione e demandi la scelta delle modalità tecniche del procedimento “telematico” agli amministratori (<sup>363</sup>) che decidono assemblea per assemblea; (ii) la determinazione in

---

alla redazione della clausola statutaria abilitativa, dunque, il necessario rispetto del principio egualitario impone una regolamentazione che né in ragione della scelta dei mezzi tecnici o dei tempi e dei modi d'applicazione, né *a fortiori* per la selezione dei soggetti legittimati sia tale da prefigurare un'illegittima e ingiustificata discriminazione di una parte dell'azionariato». Ancora sul rapporto tra informatizzazione assembleare e principio di parità di trattamento cfr. C. SANDEI, op. cit., pp. 108 ss. L'a. sottolinea che «potrebbe darsi frequentemente il caso che solo alcuni azionisti siano in grado di avvantaggiarsi delle misure di digitalizzazione introdotte per legge o per statuto, e che per altri, invece, questi restino sostanzialmente indisponibili. È forse questo il motivo per cui il legislatore, quanto ha imposto il ricorso alle tecniche digitali, si è mosso verso una configurazione di queste in termini di mera variante, talvolta aggiuntiva, talaltra solo facoltativa rispetto all'uso degli strumenti tradizionali».

(<sup>361</sup>) L'art. 2348 c.c., infatti, sancisce un principio di uguaglianza dei diritti che le azioni attribuiscono ai loro possessori, uguaglianza che è relativa e non assoluta in quanto deve essere garantita all'interno della medesima categoria di azioni. La legge, infatti, consente la creazione di azioni fornite di diritti diversi. In tema cfr., fra molti, C. ANGELICI, *Della società per azioni: le azioni*, in Il codice civile. Commentario, P. SCHLESINGER (diretto da), Milano, 1992, pp. 53 ss.; L. BIDONE, op. cit., pp. 44 ss.

(<sup>362</sup>) Cfr. E. PEDERZINI, op. cit., pp. 110 ss.

(<sup>363</sup>) È stato osservato, infatti, (cfr. E. PEDERZINI, op. cit., p. 117) che «gli amministratori sono (...) titolari di un potere concorrente per la convocazione dell'assemblea, ma di un potere esclusivo per la redazione dell'ordine del giorno e del conseguente avviso di convocazione, nel quale dovranno essere compiutamente

concreto delle procedure per l'utilizzo degli strumenti elettronici e di telecomunicazione nell'ambito della riunione assembleare sia demandata dallo statuto al regolamento approvato ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 6, c.c. che costituisce «espressione del potere di autoregolamentazione dell'organo assembleare, giuridicamente rilevante (e vincolante) nei limiti del rispetto dei precetti di legge e di statuto» <sup>(364)</sup>.

Con riferimento all'ipotesi *sub (i)* è stato correttamente messo in luce il pericolo che l'affidamento agli amministratori (espressione del socio di maggioranza) della concreta determinazione dei profili procedurali e degli accorgimenti tecnici per l'utilizzo dei mezzi elettronici per lo svolgimento delle riunioni comporti un elevato rischio di strumentalizzazione dei nuovi istituti che potrebbero essere utilizzati dagli amministratori (*rectius* dalla maggioranza) per condizionare l'esito della votazione sulle delibere assembleari <sup>(365)</sup>.

## **2.1. Voto per corrispondenza, voto elettronico e partecipazione ai lavori assembleari mediante mezzi di telecomunicazione**

Attualmente il nostro ordinamento ammette quattro tipologie di voto alternative rispetto all'esercizio del voto durante l'assemblea manifestato dal socio fisicamente presente all'adunanza: (i) il voto per corrispondenza; (ii) il voto elettronico diretto *in absentia* (o extrassembleare) espresso prima dell'assemblea; (iii) il voto

---

riportate tutte le modalità d'intervento rese legittime in relazione alla riunione così convocata, e dovrà in particolare essere segnalata la prerogativa "alternativa" rispetto alla presenza fisica».

<sup>(364)</sup> Cfr. E. PEDERZINI, op. cit., p. 117.

<sup>(365)</sup> Cfr. M. CIAN, *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 1067. L'a., però, sostiene che «il sistema contiene al proprio interno anticorpi sufficienti per reprimere gli abusi (dal dovere di correttezza a quello di parità di trattamento (...)) senza che vi sia la necessità di sacrificare l'elasticità e quindi l'efficienza della disciplina per la protezione dei soci».



elettronico diretto esercitato durante lo svolgimento dei lavori assembleari; (iv) il voto elettronico indiretto, ossia esercitato mediante il conferimento della delega che può avvenire anche con l'utilizzo dei mezzi elettronici.

Mediante il voto per corrispondenza o il voto elettronico diretto *in absentia* i soci che non prendono parte in alcun modo all'assemblea possono esprimere, prima dell'adunanza, la propria volontà rispetto a una proposta di delibera preventivamente predisposta dall'organo amministrativo o dagli azionisti che ne richiedono l'esame <sup>(366)</sup>.

Gli istituti del voto elettronico *in absentia* e del voto per corrispondenza, differenziandosi solo per gli strumenti tecnici utilizzati <sup>(367)</sup>, presentano i medesimi profili di criticità per lo più legati al termine entro il quale il voto deve pervenire alla società, alla possibilità di revocare il voto, alla segretezza del voto espresso prima dell'adunanza e alla possibilità di modifica della volontà manifestata precedentemente allo svolgimento dei lavori assembleari.

Problematiche che nelle le società chiuse dovrebbero trovare soluzione nelle clausole statutarie o regolamentari mentre nelle società aperte trovano un riscontro nel regolamento emittenti <sup>(368)</sup>. In particolare, sia il voto per corrispondenza (art. 141, comma 2, regolamento emittenti) sia quello in via elettronica (art. 143-ter, comma 1, regolamento emittenti) devono pervenire alla società entro

---

<sup>(366)</sup> Al riguardo, è da rilevare che una parte della letteratura già prima della riforma ammetteva il voto elettronico esercitato *in absentia* che veniva considerato del tutto assimilabile al voto per corrispondenza salvo che per gli strumenti tecnici utilizzati per votare. Cfr. P. MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 119 ss.; V. SANTORO, *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in AA. VV. (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino 1999, pp. 850 ss.

<sup>(367)</sup> A tal proposito, occorre osservare che nel regolamento emittenti, molte delle disposizioni relative al voto elettronico *in absentia* riproducono il contenuto di quelle relative al voto per corrispondenza disponendo solo piccole modifiche rese necessarie a causa dell'utilizzo dei mezzi elettronici.

<sup>(368)</sup> Cfr. S. TURELLI, *Assemblea di società per azioni ed esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, op. cit., pp. 458 ss.; M. NICOLAI, op. cit., pp. 162 ss.

il giorno precedente all'adunanza. Nondimeno, in entrambi i casi i soci possono revocare il voto mediante una dichiarazione scritta portata a conoscenza della società (art. 141, comma 4, regolamento emittenti) o con le stesse modalità con le quali è stato esercitato (art. 143-ter, comma 2, regolamento emittenti) entro il giorno precedente l'assemblea ovvero mediante dichiarazione espressa resa dall'interessato nel corso dell'assemblea medesima.

Per quanto riguarda, invece, la questione relativa alla segretezza del voto *in absentia* il regolamento emittenti stabilisce che il voto espresso resta riservato fino all'inizio dello scrutinio in assemblea (artt. 141, comma 3, e 143-ter, comma 1) <sup>(369)</sup>. La *ratio* di tali disposizioni deve ricercarsi nella volontà del legislatore di evitare che la successiva votazione possa essere influenzata dai voti già espressi in sede extrassembleare.

Infine, in base alle disposizioni regolamentari emanate dalla Consob, il socio, per evitare di rendere vana la manifestazione della propria volontà in caso di modifiche o integrazioni delle proposte di delibera sottoposte all'assemblea, può scegliere in anticipo se confermare il voto già espresso; modificare il voto già espresso scegliendo tra l'astensione, il voto contrario o il voto favorevole alle proposte di deliberazione espresse da un organo amministrativo o da altro azionista; revocare il voto già espresso.

---

<sup>(369)</sup> Accanto all'obbligo di segretezza è previsto dall'art. 143-ter, comma 4, regolamento emittenti, un obbligo di custodia in capo al presidente dell'organo di controllo che è responsabile, sino all'inizio dello scrutinio in assemblea, della riservatezza dei dati relativi ai voti esercitati mediante mezzi elettronici e alle revoche. Una tale previsione, invece, manca nella disciplina del voto per corrispondenza ma, secondo una parte della dottrina (Cfr. S. TURELLI, *Assemblea di società per azioni ed esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, op. cit., p. 460), l'obbligo di custodia così come declinato nell'art. 143-ter, comma 4, regolamento emittenti, sussiste anche nell'ipotesi di esercizio di voto per corrispondenza.

Diversamente, il voto elettronico diretto esercitato contestualmente agli altri azionisti fisicamente presenti all'adunanza presuppone una partecipazione del socio in tempo reale all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione.

In realtà, una parte della dottrina ritiene che nel nostro ordinamento sia ammesso esclusivamente il voto elettronico espresso prima dell'adunanza assembleare <sup>(370)</sup>. In pratica, il legislatore, mantenendo lo schema del voto per corrispondenza, avrebbe solo previsto la possibilità di utilizzare strumenti alternativi (mezzi elettronici) a quelli tipici previsti per la corrispondenza in forma cartacea. Una tale interpretazione restrittiva troverebbe conferma nel dato letterale della disposizione di cui all'art. 2370, comma 4, c.c. in base alla quale «chi esprime il voto per corrispondenza o in via elettronica si considera intervenuto in assemblea». Ebbene, la *fictio iuris* prevista dal legislatore non avrebbe ragion d'essere nell'ipotesi di voto elettronico manifestato da parte del socio che “partecipa” all'assemblea anche se mediante mezzi di telecomunicazione.

Tuttavia, una siffatta interpretazione si porrebbe in contrasto con la *DSHR* che, al contrario, ammette sia il voto elettronico esercitato prima dell'assemblea sia quello esercitato durante la stessa <sup>(371)</sup>. Al riguardo, è utile sottolineare come l'interpretazione che ammette entrambe le modalità di voto elettronico sia stata accolta anche dalla Consob nel regolamento emittenti (art. 143-*bis*, comma 1, lett. c)). L'Autorità di vigilanza, però, pur ammettendo il voto elettronico diretto esercitato durante l'assemblea non ne disciplina le modalità di

---

<sup>(370)</sup> Cfr. F. MAGLIULO, *Sub art. 2370 c.c.*, in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, Padova, 2010, pp. 639 ss.

<sup>(371)</sup> Cfr. Art. 8, par. 1, *DSHR* in base al quale la partecipazione all'assemblea mediante mezzi elettronici può avvenire attraverso «un meccanismo per esercitare il diritto di voto, prima dell'assemblea o durante il suo svolgimento, senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente alla stessa».

esercizio che, pertanto, sono rimesse allo statuto societario o al regolamento assembleare.

A ben vedere ciò che differenzia il voto elettronico *in absentia* da quello esercitato contestualmente agli altri azionisti fisicamente presenti in assemblea è la “partecipazione” all’adunanza assembleare<sup>(372)</sup>.

È, dunque, necessario che l’assemblea venga trasmessa in tempo reale per vie telematiche in modo tale che il socio possa partecipare attivamente (attraverso strumenti che consentono allo stesso di interagire con gli altri soci e, quindi, di partecipare al dibattito assembleare) o – secondo alcuni anche – passivamente (mediante la mera audizione dell’adunanza) ai lavori<sup>(373)</sup>.

---

<sup>(372)</sup> Cfr. M. Cian, *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di s.p.a.*, op. cit., pp. 1070 ss.

<sup>(373)</sup> Secondo S. TURELLI, *Assemblea di società per azioni ed esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, op. cit., p. 455, anche la partecipazione passiva è una forma di intervento assembleare in quanto il socio che partecipa passivamente all’adunanza, a differenza di quello che esercita il voto prima dell’assemblea, può tener conto degli esiti del dibattito assembleare a cui ha assistito. Al contrario, M. CIAN, *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di s.p.a.*, op. cit., p. 1072) afferma che «l’elemento indefettibile dell’intervento è individuato nella partecipazione attiva ai lavori ed in specie alla fase della discussione, in funzione di contributo a quella ponderazione delle decisioni, che costituisce tradizionalmente l’obiettivo del ricorso al metodo collegiale». Lo stesso a., però, mette in luce come l’attuale formulazione dell’art. 143-bis regolamento emittenti, relativo alla partecipazione all’assemblea con mezzi elettronici, presenti un elevato grado di ambiguità poiché dispone che lo statuto possa «prevedere l’utilizzo dei mezzi elettronici al fine di consentire una o più delle seguenti forme di partecipazione all’assemblea: (a) la trasmissione in tempo reale dell’assemblea; (b) l’intervento in assemblea da altra località mediante sistemi di comunicazione in tempo reale a due vie (...)». Il regolatore, dunque, nell’ipotesi di trasmissione in tempo reale dell’assemblea non richiede un intervento attivo del socio al dibattito assembleare. Nonostante il dato positivo, l’a. continua a negare che possa considerarsi intervenuto all’assemblea il socio che passivamente assiste all’adunanza. Infatti, la distinzione tra il voto manifestato a seguito dell’intervento in assemblea e quello esercitato *in absentia* ha rilevanti conseguenze sul piano pratico in quanto solo nel primo caso la mancata espressione della volontà da parte del socio intervenuto ha rilievo ai fini del calcolo del *quorum* costitutivo. Secondo l’a., pertanto, tale distinzione non può che dipendere dalla partecipazione o meno al dibattito assembleare nel rispetto del metodo collegiale. In senso conforme (anche se prima della riforma del 2010) cfr. E. PEDERZINI, op. cit., p. 111.

Ebbene, la fase della votazione elettronica presuppone ed è strettamente connessa a quella dell'intervento con mezzi di telecomunicazione e ciò è reso possibile dall'utilizzo delle più moderne tecnologie – si pensi, ad esempio, agli strumenti offerti dal web 2.0 (*supra*, § 1) come i *forum* di discussione sul web e le *chat* che sono in grado di ricreare situazioni pressoché corrispondenti a quelle reali – che consentono agli azionisti “a distanza” di interagire in modo diretto e in tempo reale tra loro e con gli azionisti presenti in assemblea <sup>(374)</sup>.

Infine, per quanto concerne l'esercizio del voto indiretto, l'art. 135-*novies*, comma 6, TUF prevede la possibilità di conferire la delega mediante un documento informatico sottoscritto in forma elettronica ai sensi dell'art. 21, comma 2, d.lgs. n. 82/2005 con efficacia di scrittura privata *ex art. 2702 c.c.*

Invero, il comma 6 dell'art. 135-*novies* TUF è stato modificato dal decreto legislativo n. 91/2012 (decreto correttivo al d.lgs. n. 27/2010) che ha eliminato il riferimento al Ministero della Giustizia al quale era stato demandato il compito di disciplinare le concrete modalità di conferimento della delega in via elettronica <sup>(375)</sup>.

---

<sup>(374)</sup> A riguardo, è stato osservato che, al giorno d'oggi, gli strumenti offerti dalla tecnologia non consentono una completa ed esatta riproduzione della realtà; «l'azionista collegato non potrà venire calato nel “clima” assembleare (...) e non gli sarà data la possibilità di riscontrare le reazioni individuali degli altri partecipanti». D'altro canto, «neppure ai presenti sarà assicurata la percezione completa degli umori dei soci collegati», così M. CIAN, *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di s.p.a.*, op. cit., pp. 1074 ss. Secondo l'a., dunque, la partecipazione elettronica del socio è attiva quando vengono rispettati i requisiti minimi del metodo collegiale, ossia quando i mezzi utilizzati per intervenire ai lavori garantiscano «indefettibilmente, l'identificazione del partecipante e lo scambio reciproco delle informazioni e delle opinioni (...), ma nulla di più». A tal fine, pertanto, non rileva la circostanza che il socio “a distanza” non si trovi in condizioni di completa “parità” con il socio che interviene fisicamente all'assemblea.

<sup>(375)</sup> Per alcune osservazioni sulla precedente formulazione della disposizioni in commento cfr. N. ATLANTE-M. STELLA RICHTER JR., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, in Studi e materiali, del Consiglio Nazionale del Notariato, 2010, pp. 433 ss.; cfr. anche V.

### 2.1.1. Alcuni cenni sulle assemblee virtuali

Sulla base a una terminologia ormai consolidata in dottrina <sup>(376)</sup>, è possibile affermare che attualmente nel nostro ordinamento è ammessa la cosiddetta “assemblea *on line*” non invece quella “virtuale”.

La prima è un’assemblea che si svolge secondo le forme tradizionali alla quale alcuni azionisti intervengono mediante mezzi elettronici altri, invece, si recano fisicamente nel luogo di convocazione della stessa. Sempre di assemblea *on line* si parla quando tutti i soci partecipano virtualmente mentre nel luogo indicato nell’avviso di convocazione sono presenti solo il presidente dell’assemblea, il segretario o il notaio, i sindaci e, se del caso, gli amministratori. Diversamente, l’assemblea virtuale è una riunione che non viene convocata in un luogo fisico ma si svolge interamente in un ambiente virtuale.

Com’è stato correttamente osservato in letteratura, l’inammissibilità di quest’ultima modalità di svolgimento della riunione assembleare dipende soprattutto dagli ostacoli normativi posti dal diritto societario europeo e nazionale, primo fra tutti il “principio di fisicità del luogo di convocazione” <sup>(377)</sup>.

A ben vedere, sembra che sia anzitutto il legislatore comunitario a ritenere necessaria la convocazione in un luogo fisico dell’assemblea. Infatti, le disposizioni della *DSHR* che disciplinano la partecipazione mediante mezzi elettronici fanno riferimento all’operazione di “trasmissione in tempo reale” che, con tutta evidenza, può riferirsi

---

ALLOTTI-P. SPADA, *Le assemblee delle società quotate: il d.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010, le prime esperienze applicative nel 2011 e il decreto correttivo del 2012 (d.lgs. n. 91 del 18 giugno 2012)*, pp. 42 ss., reperibile nel sito [www.assonime.it](http://www.assonime.it).

<sup>(376)</sup> Cfr., fra molti, S. TURELLI, *Assemblea di società per azioni ed esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, op. cit., pp. 464 ss.

<sup>(377)</sup> Cfr. C. SANDEI, op. cit., p. 184.

solo a un'assemblea che si svolge in un certo luogo e in un dato momento <sup>(378)</sup>.

Anche nel diritto societario nazionale sussistono talune disposizioni normative che presuppongono la convocazione della riunione in un luogo fisico e che, pertanto, non consentono uno svolgimento interamente virtuale dell'adunanza assembleare. Si pensi, ad esempio, all'art. 2363 c.c. – che trova applicazione sia per le società chiuse sia per quelle quotate – che indica come luogo di convocazione dell'assemblea quello dove ha sede la società, salvo non diversamente disposto dallo statuto.

Tuttavia, pur volendo prescindere dagli ostacoli posti dall'attuale quadro normativo – ostacoli che non paiono del tutto insuperabili stante la possibilità, prospettata dalla dottrina, di procedere a un'interpretazione evolutiva delle disposizioni che disciplinano il modello tradizionale di assemblea al fine di renderle compatibili con il mutato contesto tecnologico <sup>(379)</sup> – l'utilità dell'istituto dell'assemblea virtuale pare dubbia.

Al riguardo, si osserva anzitutto che un dibattito puramente virtuale potrebbe avvantaggiare gli amministratori della società che non sarebbero esposti un confronto personale e diretto con gli azionisti

---

<sup>(378)</sup> Cfr. S. TURELLI, *Assemblea di società per azioni ed esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, op. cit., pp. 466 ss. Tuttavia l'a. sottolinea come una piccola apertura verso il modello di assemblea virtuale possa ricercarsi nell'art. 8, comma 2, della *DSHR* che prevede che le disposizioni comunitarie non pregiudicano «le norme giuridiche che gli Stati membri hanno adottato o possono adottare riguardo al processo decisionale delle società ai fini dell'introduzione o dell'attuazione di qualsiasi forma di partecipazione con mezzi elettronici».

<sup>(379)</sup> Cfr. C. SANDEI, op. cit., p. 185, secondo la quale «la regola della fisicità del luogo si presenta invero come un portato storico di una concezione naturalistica dell'assemblea fondata su una determinata situazione tecnologica. Cosicché, una volta venuto meno tale *background* tecnico, non sembra vi sia alcuna ragione sostanziale per non aprirsi a una lettura evolutiva del requisito del luogo, come tale comprensivo anche di una porzione della realtà virtuale».

durante l'assemblea (<sup>380</sup>).

Nondimeno, le difficoltà tecnico-operative legate all'utilizzo dei mezzi che consentono la comunicazione tra gli azionisti o con la società (derivanti, ad esempio, dalla caduta della connessione) e gli effetti sulla validità della procedura che ne possono derivare nonché gli elevati rischi connessi alle procedure informatiche, rendono gli investitori poco propensi all'utilizzo dell'istituto dell'assemblea virtuale anche negli ordinamenti che dove è ammessa per espressa disposizione di legge (<sup>381</sup>).

## **2.2. La funzione della collegialità e le nuove tecnologie**

L'utilizzo dei moderni strumenti di ICT all'interno del procedimento assembleare – che comporta una riduzione dei costi d'intervento attivo all'adunanza – potrebbe concretamente contribuire a incrementare la partecipazione degli azionisti (anche minimi) all'attività decisoria dell'assemblea e a rendere effettivo il monitoraggio sull'operato del *management*.

Come visto, però, la nuova disciplina sull'informatizzazione del procedimento assembleare si inserisce in un quadro consolidato di regole e principi di diritto societario che è stato pensato e costruito su una realtà fisica e, pertanto, l'applicazione delle varie forme di tecnologie informatiche al procedimento assembleare – per lo più

---

(<sup>380</sup>) Cfr. L.M. FAIRFAX, *Virtual Shareholder Meeting Reconsidered*, 2010, pp. 1391 ss., reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1787297](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1787297). L'a. afferma che «*shareholder advocates argue that the benefit of the physical meeting is the face-to face interaction and dialogue between management and shareholders. Such face-to-face interaction facilitates deliberation and accountability*».

(<sup>381</sup>) Cfr. S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, op. cit., pp. 12-13, la quale, sulla base di evidenze empiriche, rileva che «alcuni investitori attivi hanno talora espressamente e pubblicamente contestato la decisione delle società di convocare assemblee virtuali, organizzando specifiche iniziative finalizzate a convincere l'organo amministrativo della società a desistere dall'utilizzo di simili procedure».



rimessa all'autonomia statutaria – va valutata in base alla compatibilità alle suddette regole, prima fra tutte quella relativa al metodo collegiale <sup>(382)</sup>.

L'adozione del metodo collegiale nel procedimento deliberativo delle assemblee delle s.p.a. conduce all'emanazione di un atto collegiale, ossia un atto «riferibile ad un soggetto diverso da quelli che l'hanno posto in essere ed è espressione di interessi parimenti facenti capo a detto diverso soggetto» <sup>(383)</sup>. La volontà manifestata dai soci in sede assembleare attraverso l'adozione di una delibera è imputabile alla società e non ai singoli azionisti.

La decisione collegiale implica l'esistenza di una procedura atta a garantire l'apporto personale dei singoli soci che esprimono le proprie opinioni nell'ambito di un dibattito utile a una valutazione attenta delle scelte da compiere. Per tale motivo, il procedimento collegiale prevede la comunicazione di fissazione dell'adunanza che si svolge in un dato contesto spazio-temporale indirizzata ai soggetti legittimati (avviso di convocazione), alla quale gli stessi possono partecipare (diritto di intervento) per contribuire alla formazione della volontà sociale attraverso l'esercizio del diritto di voto <sup>(384)</sup>.

Nondimeno, l'osservanza del metodo collegiale prescinde dalle concrete modalità attraverso cui i procedimenti decisionali vengono attuati e va valutata, invece, sul rispetto delle prerogative del singolo individuo che deve essere posto nella condizione di intervenire alla

---

<sup>(382)</sup> Sul principio di collegialità cfr., per tutti, G. GRIPPO, *Deliberazione e collegialità nelle società per azioni*, Milano, 1979, p. 23 ss.

<sup>(383)</sup> Cfr. F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 1996, p. 89.

<sup>(384)</sup> Generalmente l'atto collegiale è adottato con il consenso della maggioranza (semplice o qualificata); ai fini dell'assunzione delle decisioni collettive, dunque, la volontà espressa dalla maggior parte dei soggetti è considerata come "volontà di tutti". Com'è stato osservato, la compressione del potere dei singoli soggetti che pur dissentendo dalla decisione comune sono a essa vincolati, «porta a ritenere fondamentali le fasi procedurali attraverso le quali si giunge ad un vincolo diverso da quello imputabile alla propria manifestazione di volontà». Cfr. I. DEMURO, *Collegialità societaria e nuove tecnologie*, in *Riv. notariato*, 2001, p. 62.

riunione, esprimere le proprie opinioni, chiedere chiarimenti e manifestare la propria volontà.

Nell'ambito delle società per azioni il metodo collegiale (rigidamente strutturato nelle fasi di convocazione, riunione, discussione, votazione e verbalizzazione) è stato da sempre considerato come presupposto essenziale per la formazione della volontà sociale.

Tuttavia, con l'introduzione del voto per corrispondenza ed elettronico e con le nuove tecniche informatiche di partecipazione all'assemblea <sup>(385)</sup>, il legislatore ha abbandonato lo schema rigido della collegialità ammettendo che il metodo collegiale possa prescindere dalla fase del dibattito assembleare <sup>(386)</sup>.

Con tali innovazioni normative si assiste a una svalutazione del momento dibattimentale a vantaggio di quello relativo all'esercizio del voto. Alla luce di ciò, occorre domandarsi se il metodo collegiale – che presuppone una riunione dei soci in un dato momento e in un dato luogo – sia ancora necessario nell'ambito del procedimento

---

<sup>(385)</sup> Occorre osservare che, in base alle differenti modalità di intervento e di esercizio del diritto di voto, il metodo collegiale viene più o meno derogato. Infatti, il voto per corrispondenza e quello elettronico *in absentia* esercitati prima dello svolgimento dei lavori assembleari comportano una profonda rottura con il “dogma” della collegialità in quanto in questi casi si prescinde totalmente dallo svolgimento del dibattito assembleare. Nel voto elettronico esercitato durante l'assemblea dal socio che partecipa ai lavori mediante strumenti telematici che gli garantiscono un intervento “passivo” all'adunanza, il metodo collegiale è sì derogato ma, come visto, tale modalità assicura al socio un grado di ponderazione maggiore rispetto alle ipotesi di esercizio del voto per corrispondenza ed elettronico *in absentia*. Al contrario, l'esercizio di voto elettronico da parte dell'azionista che partecipa all'adunanza mediante mezzi telematici che gli consentono di interagire in tempo reale con i soggetti fisicamente presenti all'assemblea è quella più riguardosa del metodo collegiale anche se, allo stato della tecnica, è inevitabile che vi siano delle differenze tra la partecipazione fisica e quella virtuale.

<sup>(386)</sup> Secondo una parte della dottrina, il concetto di collegialità è un concetto flessibile che va valutato alla luce del contesto di interessi esistenti in un dato momento storico e valutati meritevoli di tutela da parte del legislatore. A riguardo, è stato osservato che «l'atteggiarsi della collegialità può in altri termini subire mutazioni, laddove, come nelle società quotate, essa può ritenersi funzionale più che alla ponderatezza delle deliberazioni, alla predisposizione di uno strumento di contendibilità», Cfr. G. GRIPPO, *La delega di voto, ramo d'oro del potere. Profili di corporate governance*, in *Giur. it.*, 2000, IV, p. 2428, nota 3.

deliberativo dell'assemblea.

Anzitutto, bisogna considerare che il nuovo quadro normativo non comporta l'abbandono di ogni regola relativa all'applicazione del metodo collegiale: è solo la fase dibattimentale e del confronto diretto tra i soci e con la società che può eventualmente venir meno. Al contrario, deve essere sempre garantito il coinvolgimento di tutti i soci che devono essere posti nelle condizioni di poter prendere parte all'adunanza.

Nondimeno, è stato osservato in dottrina che la funzione del metodo collegiale nel procedimento deliberativo delle società quotate è non tanto quella di permettere una discussione tra i soci e con l'emittente bensì quella di consentire la riunione di un «gruppo deliberante in collegio» <sup>(387)</sup>. Infatti, a prescindere dalla perdita di efficacia della fase dibattimentale, l'adunanza assembleare resta un elemento imprescindibile del procedimento deliberativo in quanto l'assemblea rappresenta «il luogo in cui ci si conta», dove si procede alla verifica delle maggioranze e delle coalizioni che si sono formate al di fuori della stessa <sup>(388)</sup>, una verifica che le evidenze empiriche dimostrano non esser sempre del tutto scontata.

Nondimeno, l'attuale quadro normativo – anche a seguito del recepimento della *DSHR* – consente l'attivazione di una sorta di dibattito tra i soci che, tuttavia, si svolge al di fuori dell'assemblea e in un momento precedente alla stessa. Si pensi al rafforzamento delle regole relative all'informativa pre-assembleare e all'introduzione del diritto di porre domande prima dell'adunanza (*supra*, cap. III, § 4).

Se, dunque, la volontà del legislatore – sia europeo sia nazionale – è quella di garantire un sempre maggiore coinvolgimento attivo dei soci

---

<sup>(387)</sup> Cfr. S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, op. cit., p. 6 ss.

<sup>(388)</sup> Cfr. F. D'ALESSANDRO, op. cit., pp. 153 ss.

nelle vicende societarie (*shareholder engagement*) e di assicurare un esercizio consapevole dei diritti sociali, allora pare che il metodo collegiale di cui, allo stato, sono espressione anche il voto extrassembleare e la partecipazione con mezzi telematici, debba rimanere il metodo utilizzato per l'adozione delle decisioni in sede assembleare <sup>(389)</sup>. Infatti, in un contesto dove vengono incoraggiate le iniziative di attivismo delle minoranze, l'adunanza assembleare resta ancora il luogo dove manifestare il dissenso rispetto a talune decisioni con tutte le garanzie offerte dal metodo collegiale.

### **2.3. I social network e lo shareholder activism**

I *social network*, nati nell'ambito dello sviluppo del web 2.0, hanno letteralmente stravolto il modo di comunicare su internet che è diventato più efficace grazie alla creazione di reti sociali virtuali dove soggetti che condividono gli stessi interessi possono agevolmente scambiarsi informazioni e condividere opinioni.

Anche nel mondo della finanza, caratterizzato da sistemi complessi e difficilmente comprensibili ai più, i *social network*, che al contrario tendono alla sintesi e all'immediatezza dell'informazione, costituiscono ormai un importante strumento di interazione soprattutto con gli investitori minimi tanto da far affermare che «*Tweets move markets*» <sup>(390)</sup>.

Si pensi, all'annuncio "postato" qualche tempo fa su *Twitter* da Carl Ichan, un investitore noto in tutto il mondo per la sua attività di *corporate rider*, nel quale si affermava che il titolo *Apple* era

---

<sup>(389)</sup> Al contrario, una parte della dottrina (Cfr. M. NOTARI, op. cit., pp. 147 ss.) è dell'idea che, stante l'attuale quadro normativo, il legislatore dovrebbe ammettere la possibilità di prevedere modelli non assembleari nelle società per azioni soprattutto chiuse.

<sup>(390)</sup> Cfr. M. C. WELLONS, *When tweets move markets: Icahn and Apple*, CNBC, August 13, 2013.

“*extremely undervaluated*”, annuncio che ha fatto registrare in poco tempo un aumento del 4% del valore del titolo Apple <sup>(391)</sup>.

Molte società sono ormai consapevoli dell’effetto “virale” di contenuti che vengono immessi sui *social network* e delle gravi conseguenze in termini reputazionali che possono scaturire dalle critiche degli investitori sul web <sup>(392)</sup>. È noto, infatti, come negli ultimi anni le scelte degli investitori siano sempre più influenzate dalle informazioni scambiate sulle reti sociali <sup>(393)</sup>.

Nondimeno, i *social media* come *Facebook* e *Twitter* sono sempre più utilizzati dalle società per comunicare con i propri investitori. Si pensi alle ormai note affermazioni pubblicate dal CEO di *Netflix Reed Hating* riguardanti i risultati dei dati di visualizzazione e traffico mensile del proprio sito sulla sua pagina personale di *Facebook*, affermazioni che hanno fatto salire del 10% il valore delle azioni nel giro di poche ore <sup>(394)</sup>.

Proprio a seguito di quest’ultimo episodio la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ha aperto un’indagine al fine di verificare il rispetto della *Regulation Fair Disclosure* (Regulation FD) che vieta alle emittenti la diffusione di informazioni riservate in maniera selettiva, ossia solo ad alcuni gruppi di investitori <sup>(395)</sup> e della

---

<sup>(391)</sup> Cfr. S. RUSSOLILLO, *The ICahn Effect: Apple’s Market Cap Jumps by \$17 Billion After Tweets*, *The Wall Street Journal*, August 13, 2013.

<sup>(392)</sup> Cfr. FTA Consulting, *Social Activists*, July, 2014, reperibile nel sito <http://www.fticonsulting.com/~media/Files/us-files/insights/articles/the-social-activists.pdf>.

<sup>(393)</sup> Cfr. BRUNSWICK, *Investor and digital media. Trends in Global Media Use by the Investment Community*, 2015, reperibile nel sito <https://www.brunswickgroup.com/media/578617/2015-investor-digital-and-social-media-survey.pdf>.

<sup>(394)</sup> Cfr. SEC, *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: Netflix, Inc., and Reed Hastings*, Exchange Act Release No. 69279 (Apr. 2, 2013), <http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-69279.pdf>.

<sup>(395)</sup> Cfr. SEC, *Release No. 69279/April 2, 2013*, p. 1, nel quale si sottolinea che «*Regulation FD and Section 13(a) of the Exchange Act prohibit public companies, or persons acting on their behalf, from selectively disclosing material, nonpublic information to certain securities professionals, or shareholders where it is*

*Commission's August 2008 Guidance on the Use of Company Web Sites* in base alla quale, ai fini del *Regulation FD*, sussiste la *public disclosure* quando l'informazione viene veicolata attraverso canali tradizionali. Al termine dell'indagine, la Commissione ha ammesso la possibilità di utilizzare i *social media* per comunicare le informazioni aziendali previste dalla *Regulation FD* purché i destinatari delle stesse siano avvertiti dalla società della possibilità di rinvenire tali informazioni anche in queste nuove forme: un'apertura significativa che riconosce l'importanza degli strumenti offerti dalle moderne tecnologie.

Nondimeno, com'è stato correttamente osservato <sup>(396)</sup>, «*Shareholders can use social media in ways management cannot*» in quanto i suddetti limiti imposti dalla regolamentazione sull'utilizzo dei *social media* valgono solo per le società ma non per gli azionisti che attraverso i *social network* possono liberamente dare avvio a campagne di attivismo potenzialmente in grado di ottenere un largo consenso anche da parte degli investitori minimi <sup>(397)</sup>.

Le osservazioni fin qui svolte mostrano gli evidenti vantaggi in termini di facilitazione dell'esercizio dei diritti sociali da parte degli azionisti delle società quotate che possono derivare delle molteplici (e non ancora del tutto note) applicazioni delle nuove tecnologie e dei moderni canali di comunicazione al procedimento assembleare.

Ma, a ben vedere, l'uso delle ICT nelle assemblee delle società quotate potrebbe avere un impatto ancora più dirompente nelle dinamiche endosocietarie laddove riuscisse a «svegliare il gigante

---

*reasonably foreseeable that they will trade on that information, before it is made available to the general public».*

<sup>(396)</sup> Cfr. S.C. ORANBURG, *A Little Birdie Said: How Twitter Is Disrupting Shareholder Activism*, 2015, p. 11, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2544363](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2544363).

<sup>(397)</sup> In tal senso, i *social media* sono un utile strumento per risolvere i *collective action problems* (*supra*, cap. I, § 2.1.1).

dormiente della *corporate governance*: gli investitori individuali»<sup>(398)</sup>. Infatti, la consapevolezza di poter far “sentire la propria voce” e la garanzia di poter svolgere un monitoraggio diretto ed effettivo sull’attività gestoria potrebbero influenzare il comportamento dei soci-risparmiatori incentivandoli a un interessamento rispetto alle vicende sociali.

Insomma, lo sviluppo delle nuove tecnologie informatiche, potrebbe contribuire a rinnovare l’istituto assembleare nelle società quotate garantendo una partecipazione diretta di tutti i soci, anche di quelli minimi e dispersi, alla vita della società<sup>(399)</sup>.

Tuttavia, l’attuale tessuto normativo, concepito su una realtà materiale, non è in grado di favorire l’utilizzo strumenti tecnologici nel procedimento assembleare. Pertanto, l’innesto di tali strumenti all’interno del sistema societario dovrebbe avvenire attraverso la predisposizione di un quadro organico di regole calibrate sui rischi specifici derivanti dall’uso della tecnologia al fine ridurre il grado di incertezza normativa e di scongiurare il pericolo di instabilità dei rapporti giuridici.

---

<sup>(398)</sup> Cfr. M. LATHMAN, *The Internet Will Drive Corporate Monitoring*, 2000, p. 1, reperibile nel sito [www.corpcom.com](http://www.corpcom.com).

<sup>(399)</sup> Cfr. E. PERDERZINI, op. cit., p. 124 la quale afferma che «occorrerebbe in prospettiva ripensare l’idea stessa del rapporto squilibrato tra soci imprenditori (capitale di comando presente in assemblea) e soci investitori (capitale di risparmio assente per definizione dall’assemblea) e del controllo minoritario fondato sull’endemico assenteismo dei piccoli».

## **Capitolo V**

### **Alcune riflessioni critiche sul ruolo dell'assemblea delle s.p.a. quotate italiane**

SOMMARIO: 1. La riduzione delle competenze dell'assemblea a opera della riforma del 2003 e il potenziamento dei diritti di *voice* dei soci nelle società quotate: una contraddizione solo apparente. 1.1. La riforma del 2003: un chiarimento positivo sul riparto delle competenze tra soci e amministratori non il riconoscimento normativo dell' "inutilità" dell'assemblea. 1.2. Il nuovo ruolo dell'assemblea nelle società quotate in chiave di monitoraggio sulla gestione e intervento in caso di allarme. 1.2.1. Alcuni dati empirici sulle assemblee delle società per azioni quotate italiane.

#### **1. La riduzione delle competenze dell'assemblea a opera della riforma del 2003 e il potenziamento dei diritti di *voice* dei soci nelle società quotate: una contraddizione solo apparente**

##### **1.1. La riforma del 2003: un chiarimento positivo sul riparto delle competenze tra soci e amministratori non il riconoscimento normativo dell' "inutilità" dell'organo assembleare**

Da quanto sopra emerge che, nel corso degli anni, il rapporto tra soci e amministratori ha subito profonde e significative trasformazioni passando da una concezione ottocentesca che si basava sull'attribuzione di un potere sovrano agli azionisti nella gestione degli affari sociali a un modello – quello previsto dalla riforma del 2003 – che riconosce una competenza esclusiva in materia gestoria in capo agli amministratori.

Tuttavia, a questo scenario evolutivo, nel corso degli anni, si sono aggiunti alcuni interventi normativi – iniziati con l'emanazione del TUF, proseguiti con la legge sul risparmio del 2005 e ripresi con il



d.lgs. n. 27/2010 – volti a potenziare i diritti di *voice* degli azionisti delle società quotate.

Non vi è dubbio che le scelte operate dal legislatore del 2003 rappresentino l'apice di una tendenza a considerare i soci come potenziali disturbatori e corrispondano all'esigenza – propria soprattutto della grande impresa – di garantire, da un lato, l'efficienza e la rapidità della gestione degli affari sociali e, dall'altro lato, la stabilità delle decisioni.

A riguardo, una parte della dottrina ha sostenuto che il legislatore del 2003, sancendo normativamente il principio di separazione tra proprietà e controllo, abbia voluto definitivamente prendere atto dell'inutilità dell'organo assembleare, soprattutto in un contesto caratterizzato dalla presenza di un socio di maggioranza legato al *management* da uno stretto rapporto di fiducia (*supra*, cap. III, § 2.4.1.). Alcuni interpreti hanno addirittura sostenuto che l'«esaltazione del momento gestionale» è uno dei tratti caratterizzanti della riforma che ha segnato una netta cesura con la precedente logica «assemblearistica» che aveva contraddistinto fino ad allora la dialettica tra soci e amministratori <sup>(400)</sup>.

L'intervento del legislatore del 2003 ha certamente modificato i poteri dei soci in materia gestoria non solo restringendo le competenze spettanti *ex lege* alla compagine sociale (che però restano molteplici e di primaria importanza) e rafforzando il ruolo del consiglio di amministrazione (mediante: (i) l'affermazione del principio di esclusiva competenza nella gestione dell'impresa; (ii) lo spostamento

---

<sup>(400)</sup> Cfr. V. BUONOCORE, *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 398. Cfr. anche, S. PESCATORE, *La società per azioni*, in V. BUONOCORE (a cura di), *La riforma del diritto societario. Commento ai D.lgs. n. 5-6 del 17 gennaio 2003*, Torino, 2003, p. 64, il quale afferma che la riforma del diritto societario del 2003 ha operato una «monopolistica investitura» dell'organo amministrativo per la gestione dell'impresa nelle società azionarie.

– derogabile per via statutaria – in capo agli amministratori di rilevanti competenze in precedenza attribuite ai soci; e (iii) la possibilità di delega all'organo gestorio di alcune importanti prerogative assembleari) ma soprattutto riducendo drasticamente l'autonomia statutaria con l'eliminazione della facoltà di incrementare le competenze degli azionisti e lasciando solo la possibilità di prevedere un intervento dell'assemblea sotto forma di autorizzazione.

Nondimeno, la riforma del 2003, al fine di tutelare la stabilità delle decisioni sociali, ha modificato il regime d'impugnazione delle deliberazioni assembleari (artt. 2377 ss. c.c.) prevedendo un meccanismo di tutela per lo più di natura obbligatoria. Infatti, nel codice del '42 il diritto di impugnare la deliberazione dell'assemblea era riconosciuto ai singoli soci mentre in base all'attuale disciplina legittimati all'impugnativa sono solo le minoranze qualificate che detengono almeno l'uno per mille del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e il cinque per cento nelle altre. I singoli soci, invece, possono solo richiedere il risarcimento del danno derivante dalla non conformità della delibera alla legge o all'atto costitutivo (<sup>401</sup>).

Al di là della compressione del ruolo dell'assemblea, giustificata da ragioni efficienza imprenditoriale, la riforma del diritto societario ha comportato anche un arretramento della tutela complessiva dei soci di minoranza (<sup>402</sup>). In particolare, si pensi al depotenziamento dell'istituto della denuncia al tribunale (art. 2409 c.c.) (<sup>403</sup>) e a quanto

---

(<sup>401</sup>) Inoltre, il legislatore del 2003 ha imposto un termine per l'esercizio dell'azione di nullità, ha previsto la sanabilità delle delibere nulle e ha introdotto limiti temporali molto ristretti per l'impugnazione di talune delibere (come quelle relative all'approvazione del bilancio).

(<sup>402</sup>) Cfr. G. ROSSI-A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 6 ss.

(<sup>403</sup>) Cfr. G.D. MOSCO-S. LOPREIATO, *Sub art. 152 TUF*, in M. FRATINI- G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della Finanza*, vol. II, Torino, 2012, pp. 2063 ss.

appena detto in merito all'impugnazione delle delibere assembleari. Inoltre, neanche l'introduzione dell'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze (art. 2393-*bis* c.c.) pare poter costituire una valida alternativa alla riduzione degli strumenti di tutela reale dei soci e ciò nonostante gli interventi normativi che negli ultimi anni hanno introdotto dei correttivi <sup>(404)</sup> volti a renderla effettiva <sup>(405)</sup>.

D'altro canto, con la riforma del 2003 il principale strumento di tutela dei soci di minoranza diventa il diritto di recesso che viene vistosamente rafforzato sia attraverso un ampliamento delle ipotesi che legittimano l'esercizio di tale diritto sia mediante la modifica dei criteri di determinazione del valore della quota del socio recedente e delle modalità tecniche di rimborso che mirano a tutelare maggiormente gli interessi patrimoniali degli azionisti.

Tuttavia, alla luce dell'attuale assetto di competenze soci-amministratori previsto dal codice civile è davvero possibile parlare di “tramonto” dell'organo assembleare?

È innegabile che il legislatore del 2003 sia stato fortemente influenzato dalle logiche managerialiste e abbia perseguito l'istanza efficientistica attraverso il rafforzamento dell'organo amministrativo. Ma è pur vero che, anche rispetto ad altri ordinamenti, il ruolo dell'assemblea (almeno sulla carta) è ancora di primaria importanza <sup>(406)</sup> se si pensa al nutrito elenco di competenze fondamentali – non

---

<sup>(404)</sup> Si pensi all'abbassamento della soglia di possesso azionario richiesta per assumere l'iniziativa da un ventesimo a un quarantesimo per le s.p.a. quotate o a capitale diffuso.

<sup>(405)</sup> Cfr. G. ROSSI-A. STABILINI, op. cit., p. 6.

<sup>(406)</sup> Cfr. P. ABBADESSA-A. MIRONE, op. cit., p. 269. Gli a.a. sostengono che «Nel diritto italiano (...) l'assemblea dei soci, sebbene abbia visto progressivamente affievolire il suo tradizionale carattere di organo “sovrano”, continua, tuttavia, a conservare all'interno della società per azioni una posizione di rilievo, che si esprime in una gamma articolata di competenze deliberative riguardanti, in particolar modo, l'organizzazione e il funzionamento dell'ente, ma estese anche, per taluni aspetti, allo stesso esercizio dell'impresa sociale». Anche secondo M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, op.

solo di natura organizzativa ma anche di rilievo gestorio diretto o indiretto – che per legge sono inderogabilmente attribuite ai soci (*supra*, cap. III § 2.4.2.). Tali competenze, soprattutto se deliberative <sup>(407)</sup>, mitigano il principio di esclusività della gestione sancito dall'art. 2380-*bis* c.c.

Senza considerare, poi, che l'autonomia statutaria potrebbe rendere ancora più incisivo il ruolo dei soci attraverso il trasferimento di alcune prerogative attribuite per legge agli amministratori in via derogabile o mediante l'affidamento agli stessi di competenze autorizzative per il «compimento di atti degli amministratori» (art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.).

Anche la previsione del meccanismo di autorizzazione assembleare comporta un significativo coinvolgimento dei soci nella gestione. Com'è stato correttamente osservato dalla dottrina, gli azionisti, potendo decidere di non concedere l'autorizzazione per il compimento di determinate operazioni hanno un «penetrante potere di ingerenza in senso ostativo al potere gestorio dell'organo amministrativo: dal momento che la negazione equivale ad un divieto, per gli amministratori, di compiere l'operazione» <sup>(408)</sup>.

---

cit., pp. 351-352, occorre «manifestare cautela avverso la tendenza a svalutare il ruolo [dell'assemblea] nel governo societario».

<sup>(407)</sup> Come visto, infatti, laddove la legge attribuisca una competenza “piena” ai soci, le delibere assembleari sono vincolanti per gli amministratori che sono obbligati a darvi esecuzione salvo che da ciò derivi una loro responsabilità civile o penale. Al contrario, in presenza di un potere autorizzativo attribuito agli azionisti (dalla legge o dallo statuto), gli amministratori restano nel potere di decidere se compiere o meno l'atto di gestione sottoposto ad autorizzazione assembleare. Cfr. V. PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nelle società per azioni*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, pp. 444 ss. Al contrario, una parte della letteratura (Cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, G. OLIVIERI-G. PRESTI-F. VELLA (a cura di), Bologna, 2004, p. 118) ritiene che il potere dei soci sia di natura autorizzativa anche laddove la legge non qualifichi espressamente la delibera assembleare come “autorizzazione” (come accade, ad esempio, nel caso dell'art. 2361 c.c.).

<sup>(408)</sup> Cfr. G.B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, op. cit., p. 26.

Inoltre, neanche la disciplina della delega di competenze assembleari all'organo amministrativo si pone in contrasto con la tendenza al coinvolgimento dei soci nelle vicende gestorie anzi, anch'essa sminuisce la portata del principio di esclusività della gestione in capo agli amministratori. A tal proposito, deve sottolinearsi che, secondo la gran parte della dottrina, il meccanismo della delega assembleare riguarda un'attribuzione di competenze «temporanea, sempre revocabile e non privativa»<sup>(409)</sup> che non spoglia definitivamente i soci delle proprie prerogative. Il ruolo dell'assemblea, pertanto, non viene depotenziato dall'ampliamento del novero delle competenze assembleari delegabili operato dalla riforma del 2003<sup>(410)</sup> in quanto con lo strumento della delega si attribuisce un potere decisorio anche – e non solo – all'organo amministrativo.

L'opzione adottata dal legislatore della riforma in tema di deleghe assembleari, semmai, risponde a un criterio di efficienza gestoria<sup>(411)</sup>. Inoltre, la scelta della riforma del 2003 di garantire l'indipendenza nelle competenze tra soci e amministratori non va confusa con la necessaria dipendenza nel rapporto di fiducia che lega tali organi e in

---

<sup>(409)</sup> Cfr. G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nelle società per azioni*, op. cit., pp. 113 ss.

<sup>(410)</sup> La riforma ha portato «da due (artt. 2420 *ter* e 2443 c.c.) a tredici (sette previste dall'art. 2365, comma 2° c.c.; due nell'art. 2443 c.c.; una a testa negli artt. 2420 *ter* e 2446 ult. comma, c.c.; due nell'art. 2506-*ter*, comma 4°, c.c. che rinvia agli artt. 2505, comma 2°, 2505 *bis*, comma 2°, c.c.)» le decisioni delegabili, così. S.A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, op. cit., p. 158.

<sup>(411)</sup> Infatti, secondo S.A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, op. cit., p. 159, «il procedimento assembleare ha scansioni temporali e costi che rischiano di pregiudicare irrimediabilmente l'esigenza di tempestività e flessibilità decisoria che spesso [alcune] operazioni richiedono, mentre il ricorso alla delega permette di realizzare un equilibrato contemperamento tra esigenze di efficienza gestoria e tutela della proprietà nella misura in cui consente di affidare la decisione sull'operazione all'organo più "idoneo" ad assumerla senza nel contempo pregiudicare i soci i quali non soltanto hanno piena e assoluta discrezionalità sull'*an* ma possono liberamente graduare anche l'ampiezza dei poteri delegati e conservano sempre una competenza concorrente e (...) sovraordinata».

base al quale dovrebbe ammettersi anche un potere dell'assemblea di formulare pareri e raccomandazioni non vincolanti nei confronti del consiglio di amministrazione.

Occorre, peraltro, non dimenticarsi che anche «dopo la riforma, l'assemblea ha conservato il ruolo di decisore d'ultima istanza, che le compete come organo rappresentativo degli azionisti, e che le deriva dal fatto di mantenere il potere di nomina e revoca dei gestori ed il potere di modifica dello statuto» <sup>(412)</sup>.

Stante l'attuale quadro normativo pare, dunque, eccessivo sostenere che il legislatore del 2003 abbia voluto ridurre ai minimi termini il ruolo dell'assemblea con riferimento all'attività gestoria. Infatti, la regola per cui «la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori», dalla quale si farebbe derivare la definitiva estraneazione dei soci dalla gestione, non solo sembra porsi in contraddizione con l'insieme – pur frammentato – di disposizioni presenti nel codice civile e nelle leggi speciali che disciplinano le competenze e, più in generale, i poteri dell'organo assembleare ma mal si concilia con la scelta di favorire l'autonomia statutaria operata dalla legge delega (art. 4, comma 9, lett. a), l.d. n. 366/2001) <sup>(413)</sup> che, come visto, aveva imposto solo di «definire la competenza dell'organo amministrativo con riferimento all'esclusiva responsabilità di gestione dell'impresa sociale» senza dare alcuna indicazione sulla riduzione della sfera di competenze dei soci <sup>(414)</sup>.

---

<sup>(412)</sup> Cfr. P. ABBADESSA-A. MIRONE, op. cit., p. 270.

<sup>(413)</sup> La norma attribuiva all'autonomia statutaria la facoltà di «demandare alla competenza dell'organo amministrativo modifiche statutarie attinenti alla struttura gestionale della società che non incidono sulle posizioni soggettive dei soci».

<sup>(414)</sup> Cfr. S.A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, op. cit., p. 141. Cfr., anche, V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, op. cit., p. 539. Quest'ultimo non esclude che sull'interpretazione assai riduttiva del ruolo dell'assemblea – attraverso l'attribuzione in via esclusiva della competenza gestoria agli amministratori – abbiano «influito posizioni dottrinali ed

Alla luce delle suddette considerazioni, la riforma del diritto societario, più che comprimere irrimediabilmente il ruolo dei soci (che nella sostanza rimane rilevante), ha voluto impedire la possibilità di accrescimento dei poteri dell'assemblea per via statutaria o per volontà degli amministratori, operando una chiara distinzione (almeno a livello legislativo) tra il ruolo dell'organo amministrativo e quello dell'organo assembleare. In base all'attuale quadro normativo, infatti, l'intervento dei soci nell'attività gestoria non è più generalizzato ma limitato a specifiche – seppur rilevanti – ipotesi.

In realtà, tale restringimento dell'autonomia statutaria appare eccessivo rispetto alle esigenze delle società chiuse nelle quali era assai diffuso l'utilizzo di clausole statutarie che attribuivano ai soci competenze gestorie <sup>(415)</sup>. Il meccanismo previsto dal vecchio n. 4 dell'art. 2364, c.c., era stato definito come «un prezioso elemento di rifinitura e di equilibrio nel sistema di divisione dei poteri nelle società per azioni» <sup>(416)</sup>.

La riforma del 2003, infatti, non ha operato alcuna distinzione tra società aperte e società chiuse, queste ultime caratterizzate dalla presenza di una ristretta compagine azionaria e da una tendenziale coincidenza tra soci e amministratori.

Il legislatore, forse, avrebbe potuto tenere maggiormente in considerazione l'eterogeneità delle istanze che sono alla base delle s.p.a. chiuse e di quelle aperte – nel primo caso partecipative più che efficientistiche – verificando, ad esempio, la possibilità di riaprire gli spazi di intervento dell'autonomia statutaria attraverso una diversa modulazione del grado di imperatività delle norme ovvero

---

imprenditoriali di ideologica avversione nei confronti del rito assembleare e di insofferenza verso il confronto assembleare che hanno caratterizzato il recente dibattito sulla funzione dell'assemblea».

<sup>(415)</sup> Cfr. P. ABBADESSA-A. MIRONE, op. cit., pp. 274-275; P. ABBADESSA, *Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni*, op. cit., p. 171.

<sup>(416)</sup> Cfr. P. ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, op. cit., p. 31.

meccanismi traslativi di competenze gestorie ai soci (per esempio, mediante un adattamento della vecchia formulazione dell'art. 2364, n. 4 c.c.) <sup>(417)</sup>).

### **1.2. Il nuovo ruolo dell'assemblea nelle s.p.a. quotate in chiave di monitoraggio sulla gestione e intervento in caso di allarme**

Per lungo tempo ogni tentativo di favorire l'attivismo degli azionisti è stato bollato come un anacronistico ritorno alla "democrazia azionaria". Negli ultimi anni, però, l'assemblea delle società quotate è stata oggetto di svariati interventi legislativi che, in apparente contraddizione con le scelte del legislatore del 2003, hanno intrapreso un percorso volto a rivitalizzare il ruolo dell'assemblea nelle società aperte (*supra*, cap. III, § 3, 4 e 5).

Certamente, almeno a livello legislativo, può dirsi superato l'assunto di equivalenza tra aumento dei diritti dei soci e riduzione dell'efficienza nella gestione dell'impresa. Resta, però, da chiarire quale sia, alla luce dell'attuale quadro normativo e dei dati relativi alle ultime assemblee, il ruolo degli azionisti nelle società per azioni quotate in Italia.

La disciplina introdotta dal d.lgs. n. 27/2010 (successivamente modificato dal d.lgs. n. 91/2012) ha accresciuto la *voice* degli azionisti nelle società quotate, innestando nell'impianto normativo del TUF numerose disposizioni volte a facilitare la partecipazione dei soci al processo decisionale, a rendere più agevole l'esercizio dei poteri di iniziativa assembleare e ad aumentare il grado di consapevolezza degli azionisti attraverso il rafforzamento dei flussi informativi anche nella

---

<sup>(417)</sup> Cfr. G.D. MOSCO, *Funzione amministrativa e sistemi d'amministrazione*, in Trattato delle società a responsabilità limitata, C. IBBA-G. MARASÀ (diretto da), Padova, 2012, p. 14, nt n. 44.



fase pre-assembleare. Si pensi, come visto, al diritto di porre domande prima o dopo l'adunanza, al diritto di richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno e di convocare l'assemblea, alla possibilità di consentire l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione o attraverso il voto in via elettronica o per corrispondenza, alla disciplina sul contenuto dell'avviso di convocazione, a quella relativa alla rappresentanza assembleare e alle deleghe di voto nonché alla novità forse di maggior rilievo della riforma del 2010, che è il meccanismo della "*record date*". La rimozione del regime del "blocco preventivo" delle azioni ha riacceso l'interesse degli investitori istituzionali, come si diceva soprattutto stranieri, per le società quotate italiane (*supra*, cap. III, § 4).

È di tutta evidenza che le riforme del 2003 e del 2010 rispondono a scelte diverse di politica legislativa ma, non per questo motivo, si pongono tra loro in contraddizione.

Infatti, il legislatore del 2003, pur non puntando sulla *voice* e correlativamente rafforzando l'*exit* del socio, sembra che nella sostanza non abbia svalutato il ruolo dell'assemblea che, nel nostro ordinamento, resta rilevante (*supra*, § 1.1). La riforma del 2010, invece, nell'intento di contrastare l'assenteismo degli azionisti, ha rafforzato i diritti di partecipazione dei soci sul piano procedimentale senza intervenire sul riparto di competenze soci-amministratori delineato dalla riforma del 2003.

Nondimeno, il legislatore italiano ha predisposto negli ultimi tempi un pacchetto di competenze sostanziali (che si aggiungono alle tradizionali prerogative assembleari) per gli azionisti delle società quotate che permette agli stessi di esercitare una certa influenza sugli assetti di amministrazione e controllo – e di conseguenza sulla futura gestione della società – nonché di esprimere "pubblicamente" il proprio dissenso rispetto all'attività del *management*, con possibili

ripercussioni sul valore del titolo. Se pensi, come visto, al potere di nominare amministratori e sindaci di minoranza, alla decisione assembleare (seppur non vincolante) avente per oggetto la relazione sulla remunerazione degli amministratori o all'approvazione dei piani di compensi basati su azioni o altri strumenti finanziari, alla decisione relativa alla conversione di azioni già emesse in azioni di risparmio, alle competenze autorizzative in materia di misure difensive in caso di OPA, a quelle volte a consentire le partecipazioni reciproche in misura superiore al 2%, a quelle concernenti l'eventuale *whitewash* nel caso di operazioni con parti correlate di "maggiore rilevanza" ovvero nel caso di esenzione dall'obbligo di OPA (*supra*, cap. III).

Pare, dunque, che sul piano dei diritti di *voice* (sia procedurali sia sostanziali), gli azionisti delle società quotate possano – paradossalmente – contare su un pacchetto di poteri più corposo rispetto a quelli delle società chiuse.

Stante l'attuale quadro normativo, dunque, è possibile sostenere che in un sistema finanziario concentrato come quello italiano, l'efficienza del modello manageriale non è incompatibile con un ruolo significativo dei soci, troppo spesso liquidato con la formula spregiativa di "democrazia azionaria".

Il potenziamento dei suddetti diritti sostanziali e procedurali non va associato alla volontà di far rivivere l'idea di "sovranità assembleare" ma va letto in coerenza con la scelta di estraniare l'assemblea dall'attività di gestione "ordinaria" dell'impresa (o *day-to-day business*) operata dal legislatore del 2003, valida per tutte le società azionarie.

Pertanto, la partecipazione attiva dell'assemblea alla vita delle società quotate italiane va intesa in chiave di monitoraggio sull'operato degli amministratori e di intervento (eventualmente anche in materia gestoria) in caso di allarme o in circostanze patologiche – o, più in

generale, anomale – nella vita della società. L’attività gestoria è, e resta, anche per le emittenti quotate prerogativa degli amministratori.

L’assemblea, invece, diventa un momento informativo sia per i soci sia per il mercato, di verifica dell’operato degli amministratori e di eventuale opposizione alle decisioni della maggioranza azionaria che, soprattutto nelle società a capitale concentrato, si forma al di fuori della stessa <sup>(418)</sup>.

La valorizzazione degli strumenti informativi e il potenziamento della partecipazione degli azionisti alle dinamiche assembleari contribuiscono alla responsabilizzazione del comportamento del socio di maggioranza e degli amministratori il cui operato è valutato pubblicamente dai soci e dal mercato. Il beneficio per la *corporate governance* delle società quotate è evidente se si pensa alla riduzione dei costi derivanti dal disallineamento degli interessi degli azionisti di maggioranza e di quelli di minoranza.

In tal senso, si spiega la volontà del legislatore di incoraggiare lo *shareholder activism* soprattutto degli investitori istituzionali cercando di superare l’apatia razionale dei soci attraverso una

---

<sup>(418)</sup> Cfr., fra molti, G.D. MOSCO, *Dove si forma la volontà sociale? Il ruolo dell’assemblea nelle società per azioni*, op. cit., p. 150, il quale sottolinea che anche se le decisioni sono assunte altrove, l’assemblea ha una duplice funzione: 1) di momento di pubblica assunzione delle decisioni e quindi di trasparenza e di formalizzazione di queste decisioni; 2) di “paracadute” che consente a un “rito” di trasformarsi in un vero confronto di interessi e di voti quando eccezionalmente vi siano contrasti forti che occorre affrontare pubblicamente anche con il coinvolgimento dei soci di minoranza. Cfr. anche, E. PEDERZINI, op. cit., p. 103, la quale afferma che «l’assemblea si risolve nella mera formalizzazione di decisioni assunte altrove». Cfr., anche, V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, op. cit., p. 540, secondo il quale l’assemblea rilevarebbe «non tanto come luogo in cui si formano le decisioni, ma come occasione e opportunità per realizzare una maggiore trasparenza sul contenuto delle stesse, per verificare gli schieramenti, per accertare l’esistenza di eventuali conflitti di interesse e per consentire un confronto qualora ve ne siano i presupposti». Di opposta opinione è P. MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, op. cit., il quale manifesta chiaramente il proprio scetticismo rispetto al contributo che i soci possono apportare al governo dell’impresa.

riduzione dei costi e degli ostacoli operativi legati all'esercizio dei diritti che oggi, nell'era della digitalizzazione e di internet (*supra*, cap. IV), è resa più agevole.

### **1.2.1. Alcuni dati empirici sulle assemblee delle società per azioni quotate italiane**

Negli ultimi anni, in Italia, si sono verificati significativi episodi di attivismo da parte degli azionisti di minoranza delle società per azioni quotate (<sup>419</sup>). Si pensi, ad esempio, all'assemblea della Impregilio s.p.a. del 2012 dove, a seguito di una *proxy fight*, vi è stato un vero e proprio ribaltamento del controllo societario attraverso la revoca degli amministratori (su proposta del socio Salini s.p.a.) e la nomina di un nuovo consiglio di amministrazione (<sup>420</sup>). O, ancora, all'assemblea della Telecom s.p.a. del dicembre 2013 dove l'operato degli amministratori è stato contestato dal socio Findim Groioup che ha avanzato la proposta di revoca degli stessi, respinta poi dal 50,3% dei presenti (ossia il 54,26% del capitale sociale) (<sup>421</sup>).

Una recente ricerca ha indagato sulla partecipazione assembleare delle minoranze in Italia.

I dati relativi alle ultime stagioni assembleari delle nostre società quotate mostrano un incremento della partecipazione alle assemblee da parte degli azionisti (<sup>422</sup>). Il *quorum* costitutivo registrato nel 2010 era in media del 52,25% del capitale sociale e nel 2011, a seguito del recepimento della *DSHR*, è cresciuto del 9,45% (raggiungendo il

---

(<sup>419</sup>) Per una breve descrizione dei casi di attivismo degli investitori nelle s.p.a. quotate italiane, S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea nella corporate governance delle società per azioni*, op. cit., p. 10, nt n. 21.

(<sup>420</sup>) Cfr. S. FILIPPETTI, *Assemblea Impregilio, vince Salini. Revocato il cda targato Gavio. Costamagna presidente*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 luglio 2012.

(<sup>421</sup>) Cfr. M. LUDOVICO-A. OLIVIERI, *Telecom, confermato il cda. La proposta Fossati respinta con il 50,3% dei presenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 dicembre 2013.

(<sup>422</sup>) Cfr. LUISS-CERADI-GEORGESON, *FTSE MIB, Proxy Season 2013, Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, i cui dati si riportano.

61,7% del capitale sociale). Nel 2012 è ancora aumentato arrivando al 65,35%, percentuale rimasta stabile negli anni successivi <sup>(423)</sup>.

Si è rilevato, poi, un significativo incremento della partecipazione delle minoranze (dall'11,1% nel 2009 al 21,1% nel 2013) <sup>(424)</sup>. Inoltre, con specifico riferimento alla categoria degli investitori istituzionali, si è registrato un comportamento differente tra investitori italiani ed esteri. I dati sulla partecipazione alle assemblee 2011 delle società quotate da parte degli investitori istituzionali mostrano che, su una media di 86 investitori istituzionali, la quota media di investitori italiani partecipanti in assemblea è dello 0,3% del capitale a fronte del 5,7% di quelli esteri <sup>(425)</sup>. Negli anni successivi c'è stato ancora un aumento della partecipazione degli investitori istituzionali – soprattutto esteri – alle assemblee annuali (nel 2015 la partecipazione alle assemblee annuali degli investitori istituzionali ha superato il 20% del capitale e ciò soprattutto grazie all'aumento della partecipazione degli investitori istituzionali esteri che è passata dal 12% nel 2012 al 19,7% nel 2015) <sup>(426)</sup>.

Inoltre, a seguito delle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 27/2010, nell'anno 2011 ci sono state ben sette sollecitazioni del voto; un

---

<sup>(423)</sup> Cfr., anche, M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: un'analisi empirica*, op. cit., pp. 9 ss. Dall'analisi condotta dall'a. risulta che il numero dei partecipanti alle assemblee ordinarie di bilancio è cresciuto notevolmente, passando da una media di 68 (di cui 30 investitori istituzionali) nel 2010 a una media di 198 (di cui 159 investitori istituzionali) nel 2013.

<sup>(424)</sup> Cfr. GEORGESON-FONDAZIONE B. VISENTINI-LUISS CERADI, *Seminario, Assemblea e corporate governance: proxy season 2013. Partecipazione, EU Action Plan, attivismo delle minoranze, say on pay*, Roma, 3 luglio 2013, reperibile nel sito <http://archivioceradi.luiss.it/files/2011/10/Presentazione-Seminario-3-luglio-2013-Georgeson-Luiss-Ceradi-Fondazione-Visentini.pdf>.

<sup>(425)</sup> Cfr. CONSOB, *Rapporto 2012 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, p. 9.

<sup>(426)</sup> Cfr. CONSOB, *Rapporto 2015 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, p. 35. Potrebbe esserci una correlazione tra l'aumento della partecipazione al capitale degli investitori istituzionali stranieri e attivismo dei soci.

numero elevato se si considera che lo strumento non era mai stato utilizzato prima <sup>(427)</sup>.

Un altro dato importante è quello relativo al *say on pay* (art. 123-ter TUF). Nonostante la delibera sulle politiche di remunerazione non sia vincolante, a partire dal 2011 si è registrato un aumento del dissenso espresso dalle minoranze azionarie – soprattutto dagli investitori istituzionali esteri – rispetto alle scelte del *management* <sup>(428)</sup>.

Pertanto, le evidenze empiriche confermano che, in linea con un processo presente a livello internazionale, anche in Italia è in atto una “rivitalizzazione” dell’assemblea. Come visto, un ruolo fondamentale nella nuova, promettente stagione degli azionisti ha giocato l’evoluzione del quadro normativo e, in particolare, il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti nelle società quotate. Regole che da noi si sono mostrate incentivanti pur se, nonostante una leggera riduzione del grado di concentrazione degli assetti proprietari, la struttura delle società quotate italiane è ancora caratterizzata dalla presenza, in moltissimi casi, di un azionista di controllo (a fine 2014, 167 emittenti su 238 risultano controllate, di diritto o di fatto, da un unico azionista e 32 da una coalizione di azionisti <sup>(429)</sup>). Se ne può dedurre che – salvo alcuni rari episodi – la partecipazione delle minoranze non è di regola intesa a contendere il controllo della società, ma a esercitare il monitoraggio sulla gestione.

Nonostante questi segnali positivi, l’attivismo assembleare delle minoranze nelle società quotate italiane sembra trovare ancora

---

<sup>(427)</sup> Cfr. LUISS-CERADI-GEORGESON, *FTSE MIB, Proxy Season 2013, Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, p. 44.

<sup>(428)</sup> Cfr. CONSOB, *Rapporto 2014 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, pp. 39 ss e *Rapporto 2015 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, pp. 36 ss. In base alle risultanze di quest’ultimo, nel 2015 si è registrata una leggera diminuzione rispetto agli anni precedenti del consenso espresso dagli investitori istituzionali sulle politiche di remunerazione.

<sup>(429)</sup> Cfr. CONSOB, *Rapporto 2015 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, p. 13.

significativi ostacoli come l'elevato grado di concentrazione degli assetti proprietari <sup>(430)</sup> o lo svolgimento delle assemblee annuali della maggior parte delle emittenti quotate in poche date in un limitato arco temporale <sup>(431)</sup>.

---

<sup>(430)</sup> Cfr. M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: un'analisi empirica*, op. cit., pp. 10 ss. Dall'analisi condotta dall'a. emerge che «maggiore è la quota di controllo, più bassa è la partecipazione degli investitori istituzionali, sia al capitale che in assemblea; e, viceversa, maggiore è il flottante, maggiore è la partecipazione».

<sup>(431)</sup> Id., p. 9.

## Bibliografia

- AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti Giuridici per Guido Rossi*, Tomo I, Milano, 2002.
- AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 2nd ed., Oxford, 2009.
- ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nelle società per azioni. Profili organizzativi*, Milano 1975.
- P. ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, v. III, Torino 1994, p. 31 ss.
- P. ABBADESSA, *Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, pp. 163 ss.
- P. ABBADESSA, *L'assemblea nelle s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in M. RESCIGNO-SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitale e delle società cooperative*, Milano, 2004, pp. 43 ss.
- P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nelle società per azioni: dal codice alla riforma*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, pp. 3 ss.
- P. ABBADESSA-A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, pp.269 ss.
- N. ABRIANI-D.U. SANTOSUOSSO, *La direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, in *RDS*, 2007, pp. 140 ss.
- N. ABRIANI, *L'assemblea*, in AA. VV., *Le società per azioni*, in *Tratt. dir. comm.*, G. COTTINO (diretto da), vol. IV, I, Padova, 2010, pp. 439 ss.
- F. ACCETTA, *Le deleghe di voto*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 295 ss.
- P. AGSTNER-F. BORDIGA, *Legge sulle società per azioni della repubblica federale tedesca*, Milano, 2014.
- M. AIELLO, *Gli amministratori di società per azioni*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, 16, VI, Torino, 2013, pp. 3 ss.



- N. AKTAS-E.CROCI-O. OZBAS-D. PETMEZAS, *Executive Compensation and Deployment of Corporate Resources: Evidence from Working Capital*, 2015, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2671304](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2671304).
- V. ALLOTTI-P. SPADA, *Le assemblee delle società quotate: il d.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010, le prime esperienze applicative nel 2011 e il decreto correttivo del 2012 (d.lgs. n. 91 del 18 giugno 2012)*, reperibile nel sito [www.assonime.it](http://www.assonime.it).
- S. ALVARO-B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni giuridici CONSOB, aprile 2013.
- I. ANABTAWI, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 2005, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=783044](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=783044).
- R.C. ANDERSON-D.M. REEB, *Funding Family, Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, in *J. Finance*, 2003, Vol. 58, pp. 1301 ss.
- C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003.
- C. ANGELICI, *Della società per azioni. Le azioni*, in P. SCHLESINGER (diretto da), *Il codice civile. Commentario*, Milano, 1992, pp. 33 ss.
- C. ANGELICI, *La record date*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, pp. 67 ss.
- C. ANGELICI, *Della società per azioni: le azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, P. SCHLESINGER (diretto da), Milano, 1992, pp. 53 ss.
- J. ARMOUR-B. CHEFFINS, *The Origins of the Market for Corporate Control*, 2013, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2324427](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2324427).
- J. ARMOUR-H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in A.A. V.V. *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 2<sup>nd</sup> ed., Oxford, 2009.
- J. ARMOUR-B. CHEFFINS, *The rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 2009, p. 6, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1489336](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1489336).
- T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, pp. 3 ss.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Bologna, 1997.

- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma del governo societario in Italia*, Bologna, 1997.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, G. OLIVIERI-G. PRESTI-F. VELLA (a cura di), Bologna, 2004.
- N. ATLANTE-M. STELLA RICHTER JR., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, in *Studi e materiali*, del Consiglio Nazionale del Notariato, 2010, pp. 433 ss.
- G. AULETTA, *L'ordinamento delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1962, p. 1 ss.
- S.M. BAINBRIDGE, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 2010, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1673575](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1673575).
- S.M. BAINBRIDGE, *The complete guide to Sarbanes-Oxely: Understanding how Sarbanes-Oxely affects your business*, Avon (MA), 2007.
- S.M. BAINBRIDGE, *Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Intervention*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, pp. 231 ss.
- S.M. BAINBRIDGE, *Director primacy and shareholder disempowerment*, in *Harv. L. Rev.*, 2006, Vol. 119, pp. 1735 ss.
- G. BAKER-M. JENSEN-K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, 1998, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94029](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94029).
- F. BARCA, *Imprese in cerca di padrone. Proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Bari, 1994.
- M. BARKLAY-C. HOLDERNESS, *Negotiated block trades and corporate control*, in *J. Finance*, 1991, Vol. 46, pp. 861 ss.
- W. BAUMOL, *On the Theory of Expansion of the Firms*, in *Am. Eco. L. Rev.*, vol. 52, 1962, pp. 1085 ss.
- A. BEBCHUK, *The case for increasing shareholder power*, in *Harv. L. Rev.*, 2005, Vol. 118, pp. 833 ss.
- L. A. BEBCHUK, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, 1999 reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=168990](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168990).
- L.A. BEBCHUK-R. KRAAKMAN-G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual Class: The Creation and Agency Costs of Separation between Control and Cash Flow Rights*, 2000, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=147590](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147590).

- L.A. BEBCHUK, *Giving Shareholders a Voice*, The New York Times, 2012 reperibile nel sito [http://dealbook.nytimes.com/2012/04/19/giving-shareholders-a-voice/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2012/04/19/giving-shareholders-a-voice/?_r=0).
- L.A. BEBCHUK-A. COHEN-C.C. Y. WANG, *Staggered Boards and the Wealth of Shareholders: Evidence from Two Natural Experiments*, 2010, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1706806](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1706806).
- L.A. BEBCHUK-J.FRIED, *Pay without performance. The Unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge-Mass., 2004.
- M. BECHT-J. FRANKS-J. GRANT, *Hedge fund activism in Europe: does privacy matter?*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, pp. 116 ss.
- M. BECHT- J.R. FRANKS-C. MAYER-S. ROSSI, *Return to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*, in *Rev. Financ. Stud.*, 2009, Vol. 22, pp. 3093 ss.
- M. BECHT- J.R. FRANKS-J. GRANT –H.F. WAGNER, *The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*, 2015 reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2376271](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2376271).
- M. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 853 ss.
- A.A. BERLE, JR., *Non-Voting Stock and Bankers' Control*, in *Harv. L. Rev.*, 1926, Vol. 39, pp. 673 ss.
- A.A. BERLE-G.C. MEANS, *The Modern Corporation and the Private Property*, New York, 1932.
- P.L. BERNESTEIN, *Stock Market Risk in a Post Keynesian World*, in *Journal of Post Keynesian Economics*, 1998, Vol. 21, pp. 15 ss.
- B. BERTOLDI, *Forse opaco ma certo utile al nostro tessuto industriale*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 agosto 2014.
- M. BIANCHI-M.C. CORRADI-L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca, Impresa e Società*, 2002, Vol. XXI, pp. 397 ss.
- M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: un'analisi empirica*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015.
- M. BIANCHI-M. BIANCO-S. GIACOMELLI-A. M. PACCES, S. TRENTO, *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Bologna, 2005.

- M. BIONE, *Le azioni*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991, pp. 39 ss.
- B. S. BLACK, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998, vol. 3, pp. 459 ss.
- B.S. BLACK, *Agents Watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, 1992, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1132082](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1132082).
- F. BONELLI, *Le direttive dell'assemblea agli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1984, I, p. 5 ss.
- F. BONELLI, *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, in *Milano Finanza*, 13 aprile 2005.
- G. BOSI-S. TRENTO, *Il governo dell'impresa. Economia e diritto della corporate governance*, Bologna, 2012.
- D.M. BRANSON, *The Very Uncertain Prospect of "Global" Convergence in Corporate Governance*, in T. CLARKE (a cura di), *Theories of Corporate Governance. The Philosophical Foundation of Corporate Governance*, Oxon, 2001.
- W. BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, 2010, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=928689#%23](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928689#%23).
- A. BRAV-W. JIANG-R. S. THOMAS-F. PARTNOY, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in *J. Finance*, 2008, Vol. 63, p. 1729 ss.
- V. BRUNDEY, *Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contracts*, in *Colum. L. Rev.*, 1985, Vol. 85, pp. 1403 ss.
- C.M. BRUNER, *Corporate Governance Reform in a Time of Crisis*, 2010, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1617890##](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1617890##)
- S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea nella corporate governance delle società per azioni*, Padova, 2012.
- S. BRUNO-E. RUGGERO, *Introduction*, in S. BRUNO-E. RUGGERO (a cura di), *Public Companies and the Role of Shareholders. National Models towards Global Integration.*, Alphen aan den Rijn (The Netherlands), 2011.
- S. BRUNO, *Efficienza e modelli di amministrazione e controllo*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, pp. 1021 ss.
- BRUNSWICK, *Investor and digital media. Trends in Global Media Use by the Investment Community*, 2015, reperibile nel sito <https://www.brunswickgroup.com/media/578617/2015-investor-digital-and-social-media-survey.pdf>.
- V. BUONOCORE, *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pp. 389 ss.

- V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985.
- V. CALANDRA BUONAURA, *Potere di gestione e potere di rappresentanza degli amministratori*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, v. IV, Torino 1991, p. 119 ss.
- V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pp. 535 ss.
- G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, Torino, 2002.
- G. F. CAMPOBASSO, *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 1969, I, p. 69 ss.
- V. CARRIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 164 ss.
- S. A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, pp. 133 ss.
- S.A. CERRATO, *Le deleghe di competenza assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009.
- A.D. CHANDLER, JR., *La mano visibile. La rivoluzione manageriale nell'economia americana*, (traduzione italiana a cura di Di F. Amatori), Milano, 1981.
- M. CIAN, *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali*, in *BBTC*, 2014, I, pp. 420 ss.
- M. CIAN, *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 1065 ss.
- N. CIOCCA, *L'ambito di applicazione della disciplina*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 1 ss.
- R. CLARK, *Corporate law*, Boston, 1986.
- R. COASE, *Impresa, mercato e diritto* (traduzione italiana) Bologna, 1995.
- J. COFFEE, *Liquidity Versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *Colum. L. Rev.*, 1997, Vol. 91, pp. 1277 ss.
- A. COHEN-C.C. Y. WANG, *How Do Staggered Boards Affect Shareholder Value? Evidence from a Natural Experiment*, 2013, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2141410](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2141410).

- G.E. COLOMBO, *Amministrazione e controllo*, in S. ROSSI (a cura di), *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2004, pp. 177 ss.
- G. CORASANTI, *Esperienza giuridica e sicurezza informatica*, Milano, 2003.
- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 7° ed., 2010.
- G. COTTINO, *Relazione di sintesi*, in M. RESCIGNO-A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, pp. 330 ss.
- G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958.
- G. COTTINO, *Diritto societario*, vol. I, tomo II, 5° ed., Padova, 2006.
- M. CREMERS-S. M. SEPE, *The Shareholder Value of Empowered Boards*, 2015, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2674679](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2674679).
- E. CROCI, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, Milano, 2011.
- G. CRYSTAL, *In Search of Excess: the Overcompensation of American executives*, New York, 1992.
- F. D'ALESSANDRO, *Un nuovo ruolo per l'assemblea nelle società per azioni*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, pp. 153 ss.
- P. DAVIS, *Shareholder in the United Kingdom*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, pp. 355 ss.
- P. DAVIS-S. WORTHINGTON, *Principles of Modern Company Law*, 9th ed., London, 2012.
- P. DAVIS, UNITED KINGDOM, in P. DAVIS-K. HOPT-R-NOWAK-G.VAN SOLINGE (a cura di), *Corporate Boards in Law and Practice*, Oxford, 2013.
- G.F. DAVIS, *A New Finance Capitalism? Mutual Funds and Ownership Re-concentration in the United States*, 2008, pp. 11 ss., reperibile nel sito [http://webuser.bus.umich.edu/gfdavis/Papers/davis\\_08\\_EMR.pdf](http://webuser.bus.umich.edu/gfdavis/Papers/davis_08_EMR.pdf).
- P. DAVIS-S. WORTHINGTON, *Principles of Modern Company Law*, London, 2012.
- M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.
- A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Codice di commercio commentato*, Torino, 1938, pp. 224 ss.
- N. DE LUCA, *Titolarità vs legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in RDS, 2010, 1, pp. 312 ss.

- I. DEMAURO, *Collegialità societaria e nuove tecnologie*, in *Riv. not.*, 2001 pp. 59 ss.
- F. DENOZZA, *L'“amministratore di minoranza” e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 767 ss.
- F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Riv. Orizzonti del diritto commerciale*, 2015, reperibile nel sito [http://rivistaodc.eu/media/45478/denozza\\_-\\_quale\\_quadro\\_per\\_lo\\_sviluppo\\_della\\_corporate\\_governance.pdf](http://rivistaodc.eu/media/45478/denozza_-_quale_quadro_per_lo_sviluppo_della_corporate_governance.pdf).
- A. DIGNAM, *The Future of Shareholder Democracy in the Shadow of Financial Crisis*, in *Seattle U. L. Rev.*, 2013, Vol. 36, pp. 639 ss.
- P. DRUKER, *The New Society: the Anatomy of Industrial Society*, New York, 1950.
- I. J. A. DYCK-L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *J. Finance*, 2004, Vol. 59, pp. 537 ss.
- O. EHRHARDT-E. NOWAK, *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)*, EFA 2003 Annual Conference Paper n.809, June 2003.
- M. EISEMBERG, *The Structure of Corporation Law*, in *Colum. L. Rev.*, 1989, Vol. 89, pp. 1461 ss.
- L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002.
- L. ENRIQUES-P. VOLPIN, *Corporate governance reform in Continental Europe*, 2007, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=970796](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=970796).
- M. EREDE-G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 931 ss.
- EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, *The Separation of Ownership and Control: Survey of 7 European Countries, Preliminary Report to the European Commission*, ECGN, Brussels, 1997.
- L.M. FAIRFAX, *Virtual Shareholder Meeting Reconsidered*, 2010, pp. 1391 ss., reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1787297](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1787297).
- E. FAMA-M. JENSEN, *Agency Problems and Residual Claims*, in *J. Law Econ.*, Vol. 26, 1983, pp. 327 ss.
- E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *J. Polit. Econ.*, Vol. 88, 1980, pp. 288 ss.

- F. FERRI, *"Low Cost" Shareholder Activism: A Review of the Evidence*, in C.A. HILL-B. H. McDONNELL (a cura di), *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Cheltenham UK-Northampton (MA) USA, 2012.
- G. FERRI, *Le società*, in F. VASSALLI (diretto da), *Trattato di diritto civile*, Torino, 1971.
- G. FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 35 ss.
- P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. com.*, 1998, I, pp. 197 ss.
- S. FILIPPETTI, *Assemblea Impreglio, vince Salini. Revocato il cda targato Gavio. Costamagna presidente*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 luglio 2012.
- J.E. FISCH, *Relationship Investing: Will it Happen? Will it Work?*, in *Ohio State Law Journal*, 1994, Vol. 55, pp. 1009 ss.
- J. FRANKS-C. MAYER, *Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany and France*, documento presentato al Workshop Internazionale presso l'Istituto di Kiel, tenutosi il 13 e 14 giugno, 1994.
- G. FRÈ, *L'organo amministrativo nelle società anonime*, Roma, 1938.
- L. FURGUELE, *La legittimazione all'esercizio del voto in assemblea*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 123ss.
- J.K. GALBRAITH, *Il nuovo stato industriale (edizione italiana a cura di P. Ciocca e G. Costa)*, Torino, 1968.
- F. GALGANO, *La istituzioni dell'economia capitalistica*, Bologna, 1977.
- F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in F. GALGANO (diretto da) *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, IX, Padova, 2004.
- F. GALGANO-R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in AA.VV., *Trattato Galgano*, vol. XXIX, 3° ed., Padova 2006, pp. 338 ss.
- F. GALGANO, *La società per azioni*, Padova, 1988.
- A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze*, in AA. VV. (a cura di), *La riforma delle società quotate – Atti del convegno di studio. S.M. Ligure, 13-14 giugno 1998*, Milano, 1998, pp. 140 ss.
- F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 1996.
- R.J. GILSON-J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 2013, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2206391](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2206391).
- R.J. GILSON-J.N. GORDON, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di),



- Research handbook on shareholder power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, pp. 32 ss.
- R.J. GILSON -A. SCHWARTZ, *Contracting About Private Benefits of Controls*, Law working paper No. 216, ECGI, 2013.
- G. GRIPPO, *Deliberazione e collegialità nelle società per azioni*, Milano, 1979.
- G. GRIPPO, *La delega di voto, ramo d'oro del potere. Profili di corporate governance*, in *Giur. it.*, 2000, IV, pp. 12 ss.
- F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004.
- G. GUERRIERI, *Il recepimento della direttiva shareholders' rights: il legislatore scommette ancora sulla voce degli azionisti (di società quotate)*, in G. GUERRIERI (a cura di), *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, commentario, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2011, p. 507 ss.
- R. GUIDOTTI, *Il consiglio di amministrazione e l'assemblea dei soci nell'era di internet*, in *Contratto e impresa*, 2001, pp. 840 ss.
- G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, pp. 109 ss.
- H. HANSMANN-R.KRAAKMAN, *The End of History of Corporate Law*, in J.N. GORDON-M.J. ROE (a cura di), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge-New York, 2004.
- O. HART, *Corporate Governance: Some Theory and Implications*, in *Econ. J.*, Vol. 105, 1995, pp. 678 ss.
- J. G. HILL, *Images of the shareholder – shareholder power and shareholder powerlessness*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, pp. 53 ss.
- M. JENSEN- K. MURPHY, *CEO incentives. It's not how much you pay, but how*, 1990, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=146148](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146148).
- M. JENSEN, *Eclipse of public corporation*, 1989 (revised 1997), reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=146149](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149).
- M. JENSEN-W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043).
- M. KAHAN-E.B. ROCK, *The Insignificance of Proxy Access*, in *Va. Law Rev.*, vol. 97, 2010, pp. 1347 ss.

- M. KAHAN-E. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2007, Vol. 155, pp. 1066 ss.
- K. KASTIEL, *Proxy Access, SEC Uncertainty and Related Issues in 2015*, HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, February 24, 2015.
- J.M. KEYNES, *La fine del lasciar fare* (traduzione italiana), Torino, 1936.
- R. LAPORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES-A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, in *J. Finance*, 1999, Vol. 54, pp. 471 ss.
- R. LAPORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES-A. SHLEIFER, *What Works in Securities Laws?*, in *J. Finance*, 2006, Vol. 61, pp. 1 ss.
- R. LAPORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES-A. SHLEIFER- R.W. VISHNY, *Legal Determinants of external Finance*, in *J. Finance*, 1997, Vol. 52, pp. 1131 ss.
- N. LAMOREAUX, *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*, New York, 1988.
- M. LATHMAN, *The Internet Will Drive Corporate Monitoring*, 2000, p. 1, reperibile nel sito [www.corpcom.com](http://www.corpcom.com).
- M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *RDS*, 2003, p. 198 ss.
- B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 86 ss.
- B. LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, in *La riforma del diritto societario* (atti del convegno di studio svoltosi a Curmayeur, 17-28 settembre 2002), Milano, 2003, pp. 468 ss.
- B. LIBONATI, *L'impresa senza equilibrio*, 2005, reperibile nel sito <http://www.lavoce.info/archives/22907/limpresa-senza-equilibrio/>.
- A.N. LICHT, *Culture and Law in Corporate Governance*, 2014, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2405538](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2405538).
- M. LUDOVICO-A.OLIVIERI, *Telecom, confermato il cda. La proposta Fossati respinta con il 50,3% dei presenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 dicembre 2013.
- J.R. MACEY, *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton (New Jersey), 2008.
- J.R. MACEY, *Institutional Investors and Corporate Monitoring: A Demand-Side Perspective*, in *Manage. Decis. Econ.*, 1997, Vol. 18, p. 601 ss.

- F. MAGLIULO, *Sub art. 2370 c.c.*, in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, Padova, 2010, pp. 639 ss.
- L. MARCHEGIANI, *La convocazione dell'assemblea*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 34 ss.
- C. MARCHETTI, *La "nexus of contracts" theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000.
- P. MARCHETTI, *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in F. BARCA (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Roma, 1997, pp. 467 ss.
- P. MARCHETTI, *La "prudente" innovazione dell'assemblea virtuale*, in *Notariato*, 2001, pp. 221 ss.
- P. MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 119 ss.
- E. MARCHISIO, *La maggiorazione del dividendo*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 183 ss.
- A. MARGHERI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Il codice di commercio commentato*, IV, Torino, 1929.
- R. MARRIS, *La teoria economica del capitalismo manageriale (edizione italiana a cura di D.M. Nuti)*, Torino, 1972.
- A. MARSHALL, *Industria e commercio* (traduzione italiana), Torino, 1936.
- F. MARTINO, *La definizione dei temi della riunione assembleare*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 87 ss.
- K. MARX, *Il capitale* (traduzione italiana), Roma, 1955.
- P.E. MASOUIROS, *Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously? An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe*, in *European Company Law*, 2010, Vol. 7, pp. 195 ss.
- M. MAUGERI, *Prefazione*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, p. IX.
- M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 336 ss.
- M. MAUGERI, *Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, pp. 117 ss.
- G. MEANS, *The Diffusion of Stock Ownership in the United States*, in *QJE*, 1930, Vol. 44, pp. 516 ss.

- D. MILLON, *Communitarism in Corporate Law: Foundations and Law Reform Strategies*, in L. MITCHELL (a cura di), *Progressive corporate law*, Boulder, CO, 1995.
- G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956.
- L.E. MITCHELL, *Shareholder as Proxies: the Contours of Shareholder Democracy*, in *Washington and Lee Law Review*, 2006, Vol. 63, pp. 1522 ss.
- P. MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, II, pp. 243 ss.
- P. MONTALENTI, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, III, p. 329 ss.
- G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2000.
- G.D. MOSCO, *Dove si forma la volontà sociale? Il ruolo dell'assemblea nelle società per azioni*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, pp. 143 ss.
- G.D. MOSCO, *Le regole di governance per le società quotate: una risorsa o un peso?*, in *Imprese e investitori: crescita, tutele, interessi*, Milano, 2008, pp. 41 ss.
- G. D. MOSCO, *Rafforzamento dei controlli interni e indebolimenti sistematici degli organi di sorveglianza*, AGE, 1, 2006, pp. 33 ss.
- G.D. MOSCO, *sub art. 2380-bis-2388*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, pp. 588 ss.
- G.D. MOSCO-S. LOPREIATO, *Sub art. 152 TUF*, in M. FRATINI- G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della Finanza*, vol. II, Torino, 2012, pp. 2063 ss.
- G.D. MOSCO, *Funzione amministrativa e sistemi d'amministrazione*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, C. IBBA-G. MARASÀ (diretto da), Padova, 2012, pp. 3 ss.
- M. MUCCHETTI, *Perché va difeso il voto plurimo?*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 agosto 2014.
- T.R. NAVIN-M.V. SEARS, *The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902*, in *BHR*, 1955, Vol. XXIX, pp. 105 ss.
- M. NICOLAI, *Nuove modalità di intervento e di voto in assemblea*, in N. CIOCCA-G. MARASÀ (a cura di), *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, Torino, 2015, pp. 147 ss.

- M. NOTARI, *L'assemblea e i processi decisionali dei soci nelle proposte di riforma delle società non quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 130 ss.
- T. O'REILLY, *What Is Web 2.0*, in O'Reilly Network, 30 September, 2005.
- M. ONZA, "Record date", *capitale sociale e partecipazione al rapporto sociale (appunti)*, in L. SCHIUMA (a cura di), *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, San Giuliano Milanese (MI), 2014, pp. 197 ss.
- G. OPPO, *Prospettive di riforma e tutela delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, pp. 361 ss.
- S.C. ORANBURG, *A Little Birdie Said: How Twitter Is Disrupting Shareholder Activism*, 2015, p. 11, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2544363](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2544363).
- A. M. PACCES, *Rethinking Corporate Governance. The law and Economics of Control Powers*, Oxon-New York, 2012.
- T. PADOA SCHIOPPA, *La veduta corta*, Bologna, 2009.
- M. PALMIERI, *Diritto societario virtuale*, in *Contratto e impresa*, 2000, pp. 830 ss.
- R. PARRINO-R. SIAS-L. STARKS, *Voting with their feet: Institutional Ownership Change Around CEO Turnover*, in *JFE*, 2003, Vol. 68, pp. 3 ss.
- F. PASQUARIELLO, *Sub artt. 3464-2366*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società. Commentario sistematico*, I, Padova, 2005, pp. 446 ss.
- G. PATERI, *La società anonima*, Torino, 1890.
- E. PEDERZINI, *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, I, pp. 98 ss.
- S. PESCATORE, *La società per azioni*, in V. BUONOCORE (a cura di), *La riforma del diritto societario. Commento ai D.lgs. n. 5-6 del 17 gennaio 2003*, Torino, 2003.
- V. PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nelle società per azioni*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, pp. 444 ss.
- A. PIRAS, *L'organizzazione dei controlli interni ed esterni*, in ABBADESSA P., ROJO A. (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, pp. 328 ss.
- G.B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2006, pp. 5 ss.

- J. POUND, *Raiders, Targets, and Politics: the History and Future of American Corporate Control*, in *J. Appl. Corp. Finance*, 1992, Vol. 5, pp. 6 ss.
- W. RATHENAU, *La realtà della società per azioni. Riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 912 ss.
- L. E. RIBSTEIN, *Bubble Laws*, *Hou. L. Rev.*, 2003, Vol. 40 pp. 85 ss.
- G. ROSSI, *Capitalismo opaco*, F. RAMPINI (a cura di), Roma-Bari, 2005.
- G. ROSSI-A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 6 ss.
- S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Riv. Orizzonti di diritto commerciale*, 2014, II.
- R. ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 2004, reperibile nel sito, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=596101](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=596101).
- G. RUFFOLO, *La grande impresa nella società moderna*, 2° ed., Torino, 1971.
- S. RUSSOLILLO, *The ICahn Effect: Apple's Market Cap Jumps by \$17 Billion After Tweets*, *The Wall Street Journal*, August 13, 2013.
- G. SABISÀ, *Commento all'art. 121*, in A. ALPA-F. CAPRIAGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, II, 1998, pp. 1125 ss.
- R. SACCHI, *L'informazione nella e per la assemblea delle società quotate*, in *AGE*, 1/2013, pp. 101 ss.
- R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 31 ss.
- SALANDRA, voce "*Società commerciali*", in *Nuovo Digesto it.*, XII, Torino, 1940, pp. 430 ss.
- C. SANDEI, *Organizzazione societaria e Information Technology*, Padova, 2010.
- V. SANTORO, *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in AA. VV. (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino 1999, pp. 850 ss.
- M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle s.p.a.*, vol. I, Torino, 2004, pp. 60 ss.
- A. SERETAKIS, *Hedge Fund Activism Coming to Europe: Lesson from the American Experience*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2014, Vol. 8, reperibile nel sito

- <http://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1004&context=bjcfcl>.
- A. SHLEIFER-R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, 1997, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=100528](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=100528).
- M. SKALAR, *The Corporate Reconstruction of American Capitalism*, Cambridge, 1988.
- A. SMITH, *On the wealth of nations*, Glasgow, 1976.
- T.A. SMITH, *Institutions and Entrepreneurs in American Corporate Finance*, in *Calif. L. Rev.*, 1997, Vol. 85, pp. 1 ss.
- L. SPAVENTA, *La legge sulla tutela del risparmio: passi avanti, errori e illusioni*, in *AGE*, 1/2006, pp. 3 ss.
- L. SPAVENTA, *Note su una creatura non nota: il disegno di legge sulla tutela del risparmio*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2006, II, pp. 425 ss.
- A. SRAFFA, *Compromessi e società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1912, I, p. 371 ss.
- L.E. STIRNE JR, *Can we do Better by Ordinary Investor? A pragmatic Reaction to the Dueling Ideologist of Corporate Law*, in *Colum. L. Rev.*, 2014, Vol. 114, pp. 449 ss.
- L.E. STRINE JR, *Toward a True Corporate Republic: a Traditionalist Response to Bebchuk Solution for Improving Corporate America*, in *Harv. L. Rev.*, 2006, 119, pp. 1735 ss.
- R. S. THOMAS-C.VAN DER ELST, *Say on Pay Around the World*, 2015, reperibile nel sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2401761](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2401761).
- A. TUCCI-R. LENER, *Società per azioni: l'assemblea*, Torino 2012.
- A. TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti. L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordamericane*, Milano, 2003.
- S. TURELLI, *Assemblea di società per azioni ed esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, IV, pp. 453 ss.
- M. USEEM, *Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, New York, 1996.
- VAN DER KRANS, *The Virtual Shareholder Meeting: How to make it work*, in *Journal Int. Commer. Law Techn.*, 2007, 2, pp. 37 ss.
- T. VEBLEN, *The Theory of Business Enterprise*, New York, 1904.
- G. VISENTINI, *Evoluzione e problemi delle società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in *Riv. soc.*, 1967, pp. 3 ss.
- B. VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1959, pp. 967 ss.
- C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1912.

- B. VILLALONGA-R. AMIT, *How are U.S. Family Firms Controlled?*, in *Rev. Financ. Stud.*, 2009, Vol. 22, pp. 3047 ss.
- R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974.
- M. C. WELLONS, *When tweets move markets: Icahn and Apple*, CNBC, August 13, 2013.
- H. WELLS, *Shareholder in America, 1800-2000: a Short History*, in J.G. HILL-RS THOMAS (a cura di), *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham-UK, Northampton-MA-USA, 2015, pp. 13 ss.
- O. WILLIAMSON, *Le istituzioni economiche del capitalismo. Imprese, mercati, rapporti contrattuali* (traduzione italiana di F. Angeli), 2° ed., Milano, 1987.
- P. WOOLLEY, *Why are financial market so inefficient and exploitative – and a suggested remedy*, in *The Future of Finance and the theory that underpins it*, 2010 reperibile nel sito <https://harr123et.files.wordpress.com/2010/07/futureoffinance-chapter31.pdf>.
- G. ZANDA, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Milano, 1974.
- Z. ZENOCOVICH, *Informatica ed evoluzione del diritto*, in *Dir. inf.*, 2003, pp. 98 ss.
- G. ZICCARDI, *La libertà di espressione in internet al vaglio della Corte Suprema degli Stati Uniti*, 1998, reperibile nel sito [www.ziccardi.org](http://www.ziccardi.org).
- L. ZINGALES, *Quel voto plurimo così opaco*, in *Il Sole 24 Ore*, 1 agosto 2014.

### **Giurisprudenza**

- Burks v. Lasker, 441 U.S. 471, 478 (1979).
- New State Ice Co. v. Liebmann, 285 U.S. 262,311 (1932).
- Manson v Curtis, 119 N.E. 559, 562, N.Y. (1918).
- Cass., 30 novembre, 1959, n. 3486, in *Giur. it.*, 1960, I, 1, pp. 527 ss.

### **Materiali**

- COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione al Consiglio e al Parlamento del 21 maggio 2003, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, COM (2003) 284.
- EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper on corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, June 2, 2010, COM (2010), 284.
- EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper on the EU corporate governance framework*, April 5, 2011, COM (2011), 164.



- EUROPEAN COMMISSION, *Action Plan on company law and corporate governance: Frequently asked questions*” reperibile nel sito [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-12-972\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-972_en.htm?locale=en).
- COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d’azione: diritto europeo delle società e governo societario - una disciplina giuridica moderna a favore degli azionisti più impegnati e società sostenibili*, 12 dicembre 2012, COM (2012), 740.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, September 2015, reperibile nel sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- RAPPORTO WINTER, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, November 2002.
- MR. SCHUMER, *Sareholder Bill of Rights act 2009*, S. 1074, 111th Cong., sec. 2.
- UK FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, September 2012, reperibile nel sito [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk).
- UK FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, September 2014, reperibile nel sito [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk).
- EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION, *EFAMA Code for External Governance*, April 2011, reperibile nel sito [www.efema.org](http://www.efema.org).
- ASSOGESTIONI, *Principi italiani di Stewardship*, ottobre 2013, reperibile nel sito [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it).
- ASSONIME-EMITTENTI TITOLI, in M BELCREDI-S. BOZZI (a cura di), *Note e studi* 3/2011.
- ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circ. n. 10 del 7 aprile 2015.
- COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di autodisciplina*, luglio 2015, reperibile nel sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).
- LUISS-CERADI-GEORGESON, *FTSE MIB, Proxy Season 2013, Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*.
- CONSOB, *Rapporto 2012 sulla corporate governance delle società quotate italiane*.
- CONSOB, *Rapporto 2014 sulla corporate governance delle società quotate italiane*.
- CONSOB, *Rapporto 2015 sulla corporate governance delle società quotate italiane*.

